GUSTAVO H. B. FRANCO

O PLANO REAL

e outros ensaios

Francisco Alves

O Brasil — sem estar envolvido em guerras ou revoluções — viveu, de fato, uma hiperinflação que nada deixa a dever às outras de que se tem notícia. Circunstâncias políticas especiais permitiram que uma inusitada pilhagem do setor público tivesse lugar "em tempos de paz", através de uma extraordinária acumulação de deveres e compromissos impostos ao Estado, representando despesas em valores infinitamente maiores que as possibilidades de financiamento existentes. Em decorrência disso, verificou-se uma degeneração absoluta da intervenção do Estado na economia, tanto na área fiscal quanto na regulatória, da qual resultou a explosão da inflação. A crise desnorteou inteiramente o *establishment* intelectual. Idéias longamente estabelecidas sobre a industrialização, o papel do Estado e a inserção internacional dissolveram-se com impressionante rapidez. Velhos heterodoxos, outrora jovens heróis, subitamente parecem comissários do povo em uma ordem comunista que não existe mais. O fim da hiperinflação revelou um Brasil muito diferente daquele de poucos anos atrás, quando foi escrita a constituição de 1988. A mudança foi muito rápida e ainda não inteiramente amadurecida.

SEBO Bela Cintra

Rua Bela Cintra
N.º 692
Consolação
São Paulo - SP

☎ 3129-7726

O PLANO REAL

e outros ensaios

estantevirtual – Bela Cintra – São Paulo - SP
(www.estantevirtual.com.br)/ Nº Pedido **16392092.**
O Plano Real e outros ensaios...
Gustavo H.B. Franco. Data compra 16/12/2014.
Francisco Alves Ed. – **R$ 30,00 – US$ 12,99.**

Gustavo H. B. Franco

O PLANO REAL

e outros ensaios

Francisco Alves

Copyright © 1995 by Gustavo Franco

Todos os direitos desta edição reservados. Nenhuma parte desta publicação pode ser reproduzida, transmitida por qualquer forma eletrônica, mecânica, fotocopiada ou gravada, sem autorização expressa do editor.

Capa
Tatiana de Lamare

Editoração Eletrônica
BAW

Impresso no Brasil
Printed in Brazil

CIP–Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

F 895p

Franco, Gustavo H. B. (Gustavo Henrique Barroso)
O Plano Real e outros ensaios / Gustavo Franco. — Rio de Janeiro : Francisco Alves, 1995

ISBN 85-265-0354-5

1. Reforma monetária. 2. Estabilização econômica. 3. Inflação. I. Título.

95-1146

CDD - 332.415
CDU - 338.974

1995
LIVRARIA FRANCISCO ALVES EDITORA S.A.
Rua Uruguaiana, 94/13° andar — Centro
20050-091 — Rio de Janeiro — RJ
Tel.: (021) 221-3198 — Fax: (021) 242-3438

para Cristiana, Julia e Pedro.

Sumário

Prefácio, por Fernando Henrique Cardoso 9

1. Introdução 17

I. Bases conceituais do Plano Real

2. O Plano Real e a URV: fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-94 27

3. Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo 79

4. O Milagre do *rentenmark*: uma experiência bem-sucedida com moeda indexada. 99

5. Dolarização: mecanismos, mágicas e fundamentos 127

6. Hiperinflação: um guia prático 143

II. A inflação e a crise fiscal brasileira

7. Reformas fiscais e os fins de quatro hiperinflações 171

8. Uma introdução à economia política da crise fiscal brasileira 199

9. A crise fiscal da União: diagnóstico e apontamentos para uma lei das finanças públicas 211

10. Ajuste fiscal: Alemanha anos 20, Brasil anos 90 229

III. Tópicos especiais e experiências anteriores

11. Lições da experiência argentina: Problemas estruturais e instabilidade 235
12. Os preços relativos e o nível geral de preços 255
13. Inflação, clientelas e preços relativos (com Carlos Parcias Jr.) 259
14. Um teorema sobre "pactos sociais" no Brasil 277
15. Inércia e coordenação: pactos, congelamentos e seus problemas 283
16. Inflação e preços relativos no Plano Collor 1 (com Edward J. Amadeo) 307
17. Análise econômica do Plano Collor 2 (com José Serra) 313
18. Heterodoxias 327

IV. Bibliografia 341

Prefácio

O livro de Gustavo Franco surge quando estamos completando um ano do Plano Real. No começo, o Plano chamava-se FHC, o que era menos uma homenagem ao então Ministro da Fazenda do que reflexo de uma percepção equivocada dos objetivos que se perseguiam: a de que o Plano tinha objetivos simplesmente eleitoreiros, e sua vida seria tão curta quanto a duração da companha eleitoral para a Presidência.

O tempo, porém, se encarregaria de desmentir tanto os pessimistas, cujo ceticismo podia talvez ser explicado pelas frustrações deixadas pelo fracasso dos planos anteriores, como os que, por motivos políticos, julgavam que combater o Plano lhes renderia dividendos num ano de eleições.

O Plano sempre foi real mesmo. Nunca foi um plano personalista, identificado com meu nome; tanto que sua implementação teve seguimento com os três Ministros da Fazenda que, depois de mim, ocuparam o cargo: Rubens Ricúpero e Ciro Gomes, no Governo do Presidente Itamar Franco, e Pedro Malan, já em meu período presidencial. O Plano constituiu, na verdade, a resposta a um objetivo amplamente partilhado pelo povo e tantas vezes frustrado: a estabilidade econômica. Nesse sentido, até agora, sem falsa modéstia e com satisfação, posso dizer que o Plano tem sido um sucesso para o país.

Por quê?

Acredito que por duas razões básicas: credibilidade e competência.

Para manter-se a credibilidade, a marca democrática do governo foi indispensável. A decisão de explicar, a cada

passo, as medidas tomadas e de antecipar suas prováveis conseqüências foi a mola mestra do êxito.

Assim, pela primeira vez em nossa longa história de políticas para controlar a inflação, valorizaram-se o diálogo e a transparência. Ao invés de arrogantemente apostar em fórmulas tecnocráticas, impostas sem discussão sobre a sociedade, o governo preferiu persuadir, convencer pela força de uma argumentação bem construída os atores-chave para o processo de estabilização.

Compreendemos, desde os primeiros momentos, que era preciso envolver os atores fundamentais, que não eram apenas — e nem sequer principalmente — os empresários e os especialistas do chamado "mercado", mas também a população, que sofre as conseqüências diretas da inflação, e o Congresso, de cujas decisões depende a criação dos instrumentos essenciais para o êxito na luta contra a inflação.

Partindo dessas premissas, o Ministério da Fazenda — sempre com o apoio do Presidente da República — lançou-se à tarefa de convencer o restante do próprio governo e as lideranças parlamentares da importância do combate à inflação.

Isso concomitantemente com a preocupação de explicar ao país, através da mídia e convencendo-se também, quais eram os passos necessários para vencer a inflação. Havia que esmiuçar o que era a inflação, o que significava "inflação inercial", quem dela se beneficiava, quem perdia. Havia que desfazer ilusões, como a da reposição contínua e integral das "perdas salariais", ou a dos "ganhos" ilusórios na caderneta de poupança.

E havia sobretudo que cumprir o prometido. Pois era isto o que, em última análise, geraria na sociedade confiança no Plano e na equipe que o articulou.

Até este ponto, tratava-se, digamos, de uma batalha política contra a inflação, combatida com a arma da credibilidade que se foi conquistando. Mas se não houvesse a sustentar o Plano uma sólida base técnica, a competência de idéias e pessoas, a empreitada antiinflacionária malograria.

É cedo para cantar vitórias definitivas e fazer a história de um pequeno grupo que se lançou, quase sem instrumentos claros e apoios decididos, à aventura da luta antiinflacionária. Mas é de justiça dizer que o talento de Edmar Bacha, Pérsio Arida, André Lara Resende, Gustavo Franco, Pedro Malan, Winston Fritsch e uns poucos mais foi decisivo para que se tivesse um programa ambicioso e consistente de combate à inflação. A eles há que somar a competência gerencial de Clovis de Barros Carvalho, e a persistência na luta contra a alta dos preços de José Milton Dallari e o controle severo das contas do Tesouro por Murilo Portugal Filho.

Foram os únicos? Certamente não. Os advogados do Banco Central e da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional; alguns advogados e economistas que, a título privado e movidos exclusivamente pelo interesse público, deram valiosa cooperação em campos específicos; a agilidade de Francisco Pinto na mesa de operação do Banco Central; e um sem-número de colaboradores nas várias áreas que um plano de estabilização requer — notadamente o pessoal da Previdência Social, no encaminhamento do questão dos salários — foram indispensáveis para a implementação do programa de estabilização que ainda está em curso, agora com novas contribuições intelectuais, como as de Chico Lopes e José Roberto Mendonça de Barros.

Mas a criatividade propriamente dita na área da estabilização econômica esteve por conta de Arida, Lara Resende, Bacha e Gustavo Franco.

Não conhecia Gustavo Franco. Seu nome foi-me sugerido por Pedro Malan, a quem recorri, ainda nos EUA, quando o Presidente Itamar designou-me para o Ministério da Fazenda. Naqueles dias iniciais — da formulação do Plano de Ação Imediata, o PAI — contávamos apenas com Malan (que ainda era negociador-chefe da dívida externa, além de nosso representante no FMI e no Banco Mundial), Winston Fritsch, Edmar Bacha (que dava enorme segurança a todos e a mim em particular) e com Gustavo Franco. Lateralmente, porque ainda no Parlamento, José Serra ajudava o PAI. E, desde o início, na coordenação de tudo,

Clovis Carvalho. Crítico implacável, Eduardo Jorge era outro apoio constante.

No início, eu observava Gustavo com certa dúvida. Tão jovem, tão seguro (seria mesmo? Ou o que poderia parecer excesso de autoconfiança era ainda timidez?), calado nas reuniões e, de repente, tão competente no quadro negro, de giz na mão, ou trazendo como "lição de casa" documentos escritos sempre com argúcia e solidez.

Pouco a pouco, minha admiração por Gustavo Franco foi se consolidando. Raramente emitia opinião sem fundamentos seguros. Depois de algumas horas de mudez, vinham idéias bem embasadas, nem sempre aceitas pelo grupo, mas consistentes.

Não há dúvida de que o impulso inicial da nova visão de como combater a praga inflacionária veio de Pérsio Arida e André Lara Resende: os prolegômenos da URV (então ainda sem esse nome) foram expostos para eles, em reunião realizada em São Paulo em agosto de 1993. Pérsio era intelectualmente mais radical, mostrando com habitual elegância a engenharia econômica que propunha. André sempre tinha *insights* brilhantes. Bacha, que antes dessa época, em conversas comigo e depois com André Lara Resende — quando este ainda estava fora da equipe — e com Pedro Malan nos EUA, ia elaborando o que se chamava de "oteenização" da moeda, dava solidez aos argumentos.

Mas engatada nesta tríade extraordinária aparecia sempre a contribuição de Gustavo Franco. Ele resolvia — e por escrito — equações que não fechavam nas nossas discussões.

O livro publicado agora por Gustavo Franco mostra o porquê desta capacidade de propor soluções: a competência, a qualidade da informação e o domínio acadêmico do tema da estabilização aparecem sempre convincentemente.

Não é só no primeiro capítulo, sobre a URV e o Real, que o autor expõe com segurança os fundamentos do verdadeiro invento da equipe que construiu o Plano. É certo que este capítulo é talvez o mais instigante do livro, até pela mestria como se vê a intricada relação entre as decisões de política

monetária e o cipoal jurídico criado em torno da moeda, que herdamos da cultura inflacionária. Mas é o conjunto do livro que, ao passar a limpo outras experiências de estabilização monetária, explicita e fundamenta as decisões tomadas na elaboração do Plano Real.

Os aspectos mais críticos do lançamento do programa de estabilização aparecem logo no primeiro capítulo: as funções da moeda, o sistema bimonetário, a questão das "perdas salariais", a atualização dos preços e contratos, a passagem dos índices entre os meses de junho e julho, o regime cambial, as mudanças institucionais — enfim, os desafios centrais que foram enfrentados no ponto de partida da URV e do Real.

A massa de informações históricas sobre a economia do Brasil — cobrindo todos nossos esforços anteriores de estabilização — e, principalmente, sobre as experiências alemã, húngara e polonesa mostra que as opções do Plano Real não se fizeram "no escuro". Cada aspecto relevante das alternativas propostas foi mastigado com competência pelos membros da equipe e, em particular, por Gustavo Franco.

O capítulo 4, sobre o *rentenmark* da experiência alemã, é especialmente ilustrativo. É muito significativas são as considerações do autor sobre os efeitos, no programa alemão de estabilização, do déficit fiscal e da combinação entre o desequilíbrio do setor externo com pressões sindicais. Também são interessantes seus comentários sobre a visão "bulionista" em contraposição ao compromisso firme do Ministro Schacht com a estabilização monetária.

Para os críticos apressados do Real, a leitura do capítulo 5 é recomendável. Na análise das condições da "dolarização", explicam-se os pressupostos para o êxito dos programas de estabilização e de conversibilidade fixa. Vê-se, com clareza, que expedientes como juros altos e recessão não surtem efeitos positivos de médio prazo, e que os "financiamentos" do balanço de contas através de empréstimos externos têm vida curta: com desajustes fiscais ou o balanço de pagamentos marcado por desequilíbrios persistentes, o êxito dos programas de estabilização fica comprometido. Recursos externos não

resolvem esses desequilíbrios: têm limites, são voláteis e constituem variável que em grande parte escapa ao controle dos governos.

O capítulo subseqüente amplia o horizonte de análise, fornecendo um guia prático da hiperinflação, mediante exame das situações da Grécia, Bolívia, Rússia e China, além das já citadas experiências da Alemanha, Hungria e Polônia. Desse estudo, o autor concluiu que "o elemento básico da estabilização nesses países grandes (Rússia, China, Alemanha) foi a confiança na nova moeda, ou a credibilidade associada ao programa de estabilização".

O capítulo 7, sobre as reformas fiscais, merece ser lido pelos que nelas enxergam a fórmula mágica para acabar com a inflação. Não que sejam dispensáveis. Mas o gasto público, na maioria dos países avaliados, não foi contraído. E todos eles se beneficiaram do efeito Oliveira Tanzi, que aumentou brutalmente a arrecadação. O êxito da estabilização deveu-se, de fato, a uma combinação dos vários elementos, entre os quais uma melhor coordenação das decisões sobre preços e salários e, para isso, algum tipo de dolarização ou de "urvização". Nenhum deles, isoladamente, explica o êxito dos planos antiinflacionários.

O capítulo 8, que à primeira vista dedica-se mais à crise fiscal em si do que à estabilização, contém novos esclarecimentos sobre as peculiaridades de nossa inflação. Dada a indexação generalizada, que alcança os impostos, e considerando-se a postergação dos gastos feita pelo Tesouro, os efeitos da estabilização não incidem tão diretamente em benefício do equilíbrio fiscal, como parecia ser o caso, graças ao efeito Tanzi. Resultado: o próprio governo, na expressão de Edmar Bacha, casa-se com a inflação e dela tira benefícios, embora espúrios.

A terceira parte do livro, "Tópicos Especiais e Experiências Anteriores", ilumina pontos específicos da luta contra a hiperinflação, utilizando sempre as experiências internacionais e as nossas. Embora sem a mesma amplitude dos capítulos anteriores, estes pequenos estudos pontilham questões que

foram objeto de reflexões anteriores ao Plano Real, mas que lhe serviram de pontos de referência.

Em suma, este livro mostra, a partir da experiência intelectual de um dos principais formuladores do Plano Real, como e com que cuidados foi elaborada a estratégia de estabilização. O Plano, repito, foi fruto de um trabalho coletivo que, em discussões infindáveis e ricas, passou a limpo as nossas próprias experiências de combate à inflação e as de outros países.

É difícil dizer quem teve esta ou aquela idéia, quem propôs esta ou aquela forma de implementá-la.

Mas certamente Gustavo Franco foi dos mais laboriosos e competentes membros da equipe. A leitura deste volume mostra por que tenho tanto apreço por ele. Isso sem contar sua enorme capacidade de trabalho e de liderança, que o tornou credor de minha admiração e do respeito de seus colegas de trabalho.

Fernando Henrique Cardoso

1. Introdução

O presente volume reúne um conjunto de ensaios escritos ao longo dos últimos nove anos sobre a hiperinflação e a estabilização, vistas genericamente, e sobre as vicissitudes do combate à inflação no Brasil em particular. A experiência brasileira dos últimos anos no tocante à degradação da moeda, como será visto ao longo desse volume, é bastante singular. Ressalte-se, de início, que, por qualquer critério que se tome, o Brasil viveu uma hiperinflação, que nada deixa a dever aos clássicos casos europeus que tanto têm alimentado a imaginação de economistas e historiadores.[1] Nota-se um certo pudor em tomar a experiência brasileira nesses termos: ouve-se, com freqüência, de uma "superinflação", "mega-inflação", ou mesmo uma comedida "inflação elevada", mas dificilmente uma "hiper". Tal como os terremotos e os furacões, a "hiper" parece pertencer a uma certa categoria de catástrofes que o caráter nacional habituou-se a pensar que não acontece por aqui.

É claro, todavia, que cada uma das hiperinflações registradas é, à sua maneira, única. A nossa, por exemplo, difere de qualquer outra em função da enganosa sensação de normalidade ensejada pela nossa extraordinariamente elaborada tecnologia para conviver com ela. Com efeito, o fenômeno monetário, como se sabe, é grandemente condicionado pelo

---

[1] É comum que se aceite, na falta de um critério melhor, que uma hiperinflação começa quando a inflação ultrapassa 50% mensais e termina quando esses níveis deixam de ser alcançados durante um ano. Note-se, todavia, que essa definição clássica, introduzida no estudo pioneiro de Cagan (1956), é tão arbitrária quanto qualquer outra. Não há, de fato, nada qualitativamente diferente entre inflações de, por exemplo, 20% mensais, 50% ou 75%. O próprio Cagan, ao escrever o verbete"hiperinflação" na recente reedição do Dicionário Palgrave (1987, p. 704) reconheceria que "não há uma fronteira definida" para definir o fenômeno, que "é melhor descrito por uma listagem dos casos, que variam enormemente", sendo que a hiperinflação nada mais é que "um aumento extremamente rápido no nível geral de preços" coisa que definitivamente tivemos no Brasil.

quadro histórico e institucional no qual se insere. Disse um sábio, certa vez, que "a teoria monetária é menos abstrata que a maior parte da teoria econômica pois ... pertence à história monetária de uma maneira que a teoria econômica nem sempre pertence à história econômica".[2] Não é por outro motivo que a economia da estabilização é um dos ramos mais "aplicados" da economia monetária, e no qual a inundação matemática que assola a disciplina ainda não penetrou muito fundo. Afinal, o assunto é mais prático do que teórico, e o interesse sobre ele parte, via de regra, de quem está vivendo o problema e precisa resolvê-lo.[3] Por isso tudo, o estudo da hiperinflação no Brasil e sua estabilização se inscreve, em grande medida, no domínio da História Comparada e trafega, a todo momento, entre ricas analogias com outros casos e o inusitado da situação brasileira.

Meu interesse pessoal sobre a História Monetária é antigo. Remonta à minha tese de mestrado sobre reforma monetária nos primeiros anos da República[4] e à minha tese de doutoramento pela Universidade de Harvard, para a qual elegi como tema a experiência das hiperinflações européias da década de 1920.[5] Quando da elaboração deste trabalho, nos idos de 1984, jamais poderia imaginar que os incríveis relatos extraídos dos quase nunca manipulados arquivos e bibliotecas de Harvard especializadas em Europa Central ganhariam importância prática para o Brasil dos anos 1990. Quem imaginaria àquela altura, em pleno vendaval das "Diretas Já", e quando se avizinhava a eleição, pelo Colégio Eleitoral, do Presidente Tancredo Neves, que o Brasil experimentaria a mesma exótica patologia monetária que tinha acometido apenas alguns poucos países europeus no rescaldo da

---

[2] J. Hicks (1967, p. 156).

[3] São raras as ocasiões onde se pode combinar um tratamento prático e acadêmico do assunto, sendo um exemplo notável nesta direção o livro de M. Bruno (1993).

[4] G. H. B. Franco (1983).

[5] Veja-se G. H. B. Franco (1986).

Primeira Guerra Mundial e que durante tantos anos tinha permanecido em quase absoluto esquecimento?

O presente volume procura resumir o trabalho que se desdobrou a partir da experiência, inimaginável em 1984, de vivenciar essa rara doença e de participar do processo de sua estabilização. O volume traz reflexões sobre essas experiências vistas sob vários ângulos, pois combina em blocos temáticos, artigos acadêmicos, históricos ou analíticos, artigos de jornal e documentos escritos quando do exercício de função pública. Os capítulos são dispostos em três partes. A primeira trata das bases conceituais e antecedentes históricos do Plano Real, a segunda da natureza da crise fiscal brasileira e a terceira de temas variados associados à implementação de programas de estabilização.

O Capítulo 2, inédito, traz uma análise detalhada da construção das bases analíticas e doutrinárias do Plano Real e procura, tanto quanto possível, referenciar as inovações e inflexões a outros capítulos, mais específicos, que tratam de peculiaridades da inflação brasileira ou de questões analíticas específicas, próprias do processo de estabilização. Além de recompor as bases da construção, o capítulo fornece análises sobre a evolução do programa durante a vigência da URV e também sobre o primeiro semestre de vida do Real.

O Capítulo 3, escrito e publicado no primeiro semestre de 1993, oferece uma análise das alternativas de estabilização que se apresentavam àquela altura, ou seja, logo antes de se iniciar a caminhada na direção do Plano Real. Apresenta uma visão especialmente crítica de alternativas heterodoxas de conteúdo populista ou corporativista, muito populares naquele momento, e extrai lições importantes do experimento de gradualismo ortodoxo implementado na gestão do Ministro Marcílio Marques Moreira. O ensaio considera, também, e em certo detalhe, algumas dificuldades na "importação" de planos semelhantes ao plano de conversibilidade argentino, os dos *currency boards* do Leste Europeu, à realidade brasileira, um tema que é estudado em detalhe no Capítulo 5, que trata especificamente de dolarização e suas variantes, e

da natureza dos requisitos de consistência macro-econômica a serem obedecidos em experimentos deste tipo.

É lícito dizer que o ensaio do Capítulo 3 ilustra o "estado das artes", bem como, embora em menor medida, as circunstâncias antecedentes ao enunciado básico do Plano Real. Note-se, além disso, que a arquitetura do Real se beneficiaria da experiência relatada no Capítulo 4, ou seja, o fascinante e pouco compreendido experimento do *rentenmark* e de seu papel na estabilização alemã de novembro de 1923. O aproveitamento desse sofisticado mecanismo no Brasil, todavia, deveria se fazer a partir de uma leitura atenta do Capítulo 6, onde são estudadas em detalhe os diversos aspectos práticos da vida econômica durante uma hiperinflação, com especial atenção para as suas peculiaridades brasileiras.

A segunda parte do volume, sobre a natureza da crise fiscal brasileira, procura, na verdade, responder a uma instigante questão: o que levaria o Brasil, durante tantos anos uma ilha de prosperidade (ainda que não propriamente uma de estabilidade), a enfrentar um cataclisma monetário em 1989. Todos nos acostumamos a pensar em hiperinflações como criaturas exóticas associadas a guerras e revoluções amiúde presentes em repúblicas balcânicas. Como uma "hiper" poderia ter lugar logo aqui, e em tempos de paz ?

O Capítulo 7 examina a questão fiscal durante quatro hiperinflações européias e procura especificamente questionar a mitologia construída em torno de reformas fiscais milagrosas que teriam terminado com essas hiperinflações num passe de mágica. A lição é a de que desequilíbrios fiscais de vulto via de regra expressam problemas estruturais de grande complexidade cujas soluções não se concretizam com a rapidez e a simplicidade que se quer fazer parecer. Na verdade, é este o espírito dos Capítulos 8, 9 e 10, que estudam em detalhe as características e o desenvolvimento do problema fiscal brasileiro. O Capítulo 8 observa o problema fiscal à distância, tomando como ponto de referência a experiência da Nova República quando se revela a fragilidade das instituições fiscais e monetárias para regular a competição aberta por recur-

sos públicos e regulação que se estabelece a partir da abertura política. O Capítulo 9 é um ensaio inédito, escrito originalmente em maio de 1993, para acompanhar o texto do Plano de Ação Imediata (PAI) lançado pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso em meados de 1993, e que deitou bases do que depois viria a ser o Real. Trata-se de uma análise detalhada da execução orçamentária nos últimos anos enfatizando a importância do processo de "repressão fiscal", vale dizer, da própria inflação como mecanismo capaz de transformar um déficit potencial (*ex-ante*) de enormes proporções em um valor pequeno, ou mesmo inexistente. No Capítulo 10 discute-se a relação entre déficit público e inflação, apontando os contrastes entre os casos clássicos de hiperinflação e a situação brasileira no tocante à influência da inflação sobre a execução orçamentária. O ensaio foi publicado originalmente na *Folha de São Paulo* em resposta a um interessante artigo de autoria de João Sayad assumindo como válidas para o Brasil as teses sobre as hiperinflações clássicas expostas no Capítulo 7.

Um terceiro grupo de ensaios trata de temas variados associados à implementação, bem ou mal-sucedida, de planos de estabilização. O Capítulo 11 condensa quatro artigos escritos para o *Jornal do Brasil*, a partir de uma viagem à Argentina, patrocinada pelo próprio jornal, a fim de observar *in loco* o funcionamento da hiperinflação que se seguiu ao colapso do Plano Primavera.

No Capítulo 12, reproduzimos um artigo sobre mudanças de preços relativos publicado na *Folha de São Paulo* em fins de 1994 que apresenta razões para a ocorrência da inflação "residual" observada no primeiro semestre do Real. Há um padrão muito peculiar de alteração de preços relativos nesse episódio e que se repete em várias estabilizações aqui e alhures. Tanto é que o artigo se parece muito com outro que escrevi para o *Jornal do Brasil*, em junho de1990,[6] explorando o mesmo fenômeno. A tese exposta no artigo é explicada por

[6] "A volta da inflação e o efeito clientela", *Jornal do Brasil* 06.06.1990.

inteiro, no idioma economês, no Capítulo 13, que traz um ensaio acadêmico, escrito em parceria com Carlos Parcias Jr., onde um modelo analítico é construído para elucidar os mecanismos envolvidos e extrair os devidos teoremas.

Essa mesma interação entre um artigo acadêmico trazendo um modelo matemático rigoroso e um artigo de jornal que "populariza" a tese principal é feita nos Capítulos 14 e 15 em torno de outro tema polêmico: os pactos sociais. O Capítulo 14 condensa três artigos de jornal, escritos em diferentes momentos, comentando diferentes tentativas de se construir, no Brasil, um pacto social, ou um entendimento nacional, como parte de um programa de estabilização. O Capítulo 15 oferece uma reflexão bem mais profunda, vale dizer, um modelo analítico ao gosto dos economistas, explorando os mecanismos de decisão coletiva e coordenação envolvidos em programas de estabilização. As conclusões desse ensaio alimentam diretamente a reflexão do Capítulo 3, acima mencionada, sobre planos heterodoxos e suas variantes, e também a montagem do mecanismo da URV descrito no Capítulo 2.

Os dois ensaios seguintes trazem avaliações de época sobre os Planos Collor 1 e Collor 2, escritos, respectivamente, em parceria com Edward Amadeo e José Serra. Ambos os ensaios tratam de questões associadas à administração de programas de estabilização, uma vez lançados. O primeiro se ocupa predominantemente da questão dos preços relativos e o segundo analisa de forma mais global o Plano Collor 2 no momento em que foi lançado.

O ensaio final sobre a heterodoxia no Brasil é inédito e consiste numa apreciação da ascensão, envelhecimento e decadência do pensamento heterodoxo no Brasil. O tema se torna especialmente relevante à luz das críticas recorrentes ao Plano Real feitas por "alternativos" (vale dizer, críticas a partir de diferentes "matrizes teóricas"), bem como por "homens práticos", conhecedores dos segredos do comércio e da indústria, o público habitual do credo heterodoxo.

Os ensaios reunidos nesse volume resumem um esforço de muitos anos, que tem início na Academia e que se des-

dobra na minha experiência na função pública e no desenho da reforma monetária de 1994. No seu conjunto, este trabalho tem a marca de inúmeros colaboradores, amigos e companheiros de polêmicas, com quem tive a honra de aprender a cada momento ao longo desse caminho. Muitos são lembrados a cada capítulo, por contribuições específicas. Outros foram parceiros mais contumazes. Dentre tantos, meu especial reconhecimento a meus colegas do Departamento de Economia da PUC do Rio de Janeiro, notadamente a Winston Fritsch, Edmar Bacha, Edward Amadeo, Dionísio Carneiro, Rogério Werneck, Marcelo de Paiva Abreu, Luiz Roberto Cunha, Régis Bonelli e José Márcio Camargo. Dois desses — Winston e Edmar — comigo viriam a integrar o grupo — ou "a entidade", na visão de alguns — que ficou conhecido como a "equipe econômica", da qual também fariam parte, dentre muitos outros, o meu prezado amigo Pedro Malan, assim como Pérsio Arida, Eduardo Jorge Caldas Pereira, Clovis Carvalho, José Coelho Ferreira, os e meus colegas da Diretoria do Banco Central do Brasil (notadamente Cláudio Mauch, Alkimar Moura, Carlos Eduardo Andrade e Edson Sabino) e também, por breve período, André Lara-Resende e Francisco Pinto. O funcionamento desse grupo ensejou uma bem-sucedida combinação entre economistas, advogados e executivos da qual resultou uma das mais gigantescas e bem urdidas reformas monetárias que a História registra, como será descrito no Capítulo 2. Todos sabemos, no entanto, que o esforço foi bem sucedido graças a uma imensa legião de funcionários públicos, especialmente no Ministério da Fazenda e no Banco Central (com destaque para meus companheiros de Área Externa do BC), cujas contribuições podem ser encontradas em cada pequeno detalhe do Plano Real. Todavia, a prática seria apenas teoria não fosse o esforço de um extraordinário comandante — Fernando Henrique Cardoso — que mansamente compôs a engenharia política e social, e a conjunção de temperamentos, que transformou as mal traçadas linhas de uns tantos idealistas em páginas da História desse país.

I. Bases conceituais do Plano Real

2. O Plano Real e a URV fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-94[7]

Money is not a mechanism: it is a human institution, one of the most remarkable of human institutions.
Sir John Hicks

2.1 Introdução

Este ensaio procura refazer o caminho percorrido na composição da arquitetura conceitual básica do Plano Real, e avaliar os resultados obtidos até o final de 1994, completado o primeiro semestre do Real. Procura-se demonstrar que a reflexão sobre a construção do plano começa bem longe, em considerações sobre a natureza dos efeitos da inflação sobre a moeda e sobre as normas que governam a disciplina monetária do país. Mostra-se que, na sua construção, o Real foi um empreendimento que procurou unir o saber econô-

---

[7] *Este ensaio resume de forma linear uma relexão coletiva, que teve muitas idas e vindas, e que assumiu contornos definitivos a partir de inúmeras contribuições e debates conduzidos por um incontável número de pessoas. Mesmo sob o risco de alguma omissão devo mencionar dentre os economistas, Pedro Malan, Edmar Bacha, Winston Fritsch, Pérsio Arida, Sérgio Cutulo, Luciano Oliva Patrício, Helio Mori, Luiz Carlos Gomes da Rocha, Cláudio Mauch, Alkimar Moura, além dos economistas honoris causa Clovis Carvalho e Eduardo Jorge. Dentre os advogados, devo mencionar em primeiro lugar o meu amigo José Coelho Ferreira, mas também José Tadeu de Chiara, Rui Jorge, Paulo Garcia, Daniel Rodrigues Alves, Luiz Carlos Sturzenegger, Aloísio Miranda, Gilberto Ulhoa Canto, Carlos Alberto Ulhoa Canto, José Luiz Bulhões Pedreira e Luiz Alberto Rosman.*

mico sobre a construção de programas de estabilização aqui e alhures, e o saber jurídico sobre a moeda. O Real, como se sabe, definiu soluções muito particulares para problemas típicos e complexos, de qualquer programa de estabilização: coordenação decisória, desindexação, equilíbrio contratual, administração da remonetização e da liquidez, e gerência de demanda, para dizer alguns. Não foram implementadas soluções coercitivas do tipo congelamento de preços ou confisco temporário de ativos e, em boa medida, o processo de estabilização envolveu a definição de incentivos econômicos naturais para escolhas racionais exercidas voluntariamente e das quais resultaria um empreendimento social que elevaria o bem-estar coletivo. Nada tiveram de simples os expedientes que levaram a esses resultados. As várias seções do ensaio compõem uma seqüência temática que recupera cada passo no caminho, vale dizer, o modo como cada um dos principais desafios do Real foi vencido.

2.2 O ponto de partida: a desagregação da moeda

É muito antiga a caracterização da moeda, seja como uma mercadoria, seja, no outro extremo, como produto da linguagem jurídica, através das funções que cumpre. Dentre os economistas, em especial, é muito comum esta definição "funcional" da moeda,[8] bem como a especificação de suas três funções básicas: (i) a de servir como meio de pagamento; (ii) a de permitir a transferência no tempo de poder de compra, ou seja a de servir como reserva de valor; e (iii) a de oferecer à economia uma unidade de conta para se referenciar valores. Já os advogados definem o que é dinheiro enfatizando, por um lado, o aspecto formal de suas funções — e por isso enxergam apenas as funções de meio de pagamento e unidade de conta — e, por outro, a capacidade de um estado soberano dizer o que é a sua moeda nacional. De acordo com um especialista, "a qualidade de moeda

[8] Como ensina Hicks (1967, p. 1) "a moeda é definida pelas suas funções: qualquer coisa é moeda se é usada como tal. *Money is what money does*".

deve ser atribuída a todos os bens móveis que, emitidos de acordo com a autoridade da lei e denominados com referência a uma unidade de conta, se destinam a servir como meio de troca universal dentro do Estado em que foi emitido".[9]

Os economistas não encontraram dificuldades em absorver estas noções, as quais penetraram na disciplina originalmente através do trabalho de G. F. Knapp[10], e encontrariam amplo respaldo no trabalho mais recente em História Econômica, no âmbito do qual seria possível associar com clareza o surgimento e o desenvolvimento da moeda à consolidação dos estados nacionais e suas bases jurídicas.[11] Que o dinheiro é "uma criação do estado" o diria John Hicks (1969, p. 67) e também Lord Keynes, ao afirmar que a "moeda é simplesmente aquilo que o Estado declara, de quando em vez, ser o instrumento legal para liberar contratos em dinheiro".[12]

Tão antiga quanto a definição "funcional" da moeda é a observação de que a inflação — entendida como a decomposição da moeda[13] — destrói a moeda seqüencialmente, primeiro debilitando sua capacidade de servir como reserva de valor — fenômeno geralmente capturado nas funções que explicam as variações na chamada velocidade de circulação da moeda[14] — e, em seguida, prejudicando sua utilidade como

---

[9] F. A. Mann (1992, p. 8). Uma versão brasileira e que bem expressa a transição "de uma concepção metalista... para a concepção estatal da moeda" é oferecida por A. Mendes e E.B. Nascimento (1991, p. 38) segundo os quais a moeda é "um título de poder liberatório emitido pelo Estado, com curso forçado decorrente de lei e com aceitação obrigatória para cancelar débitos".

[10] Sua "Teoria estatal da moeda" (*Staatliche Theorie des Geldes)* teria gerado, entre economistas, "em parte exuberante exaltação, em parte crítica severa... mas entre os juristas, para os quais as teorias de Knapp eram menos revolucionárias, sua essência foi prontamente aceita". *Cf.* F. A. Mann (1992, p. 14 *ff* 63). Sobre Knapp veja-se H. Ellis (1934).

[11] Veja-se, por exemplo, J. Hicks (1969, cap. 5) e A. R. Burns (1927).

[12] J. M. Keynes (1923).

[13] Note-se, até recentemente, o termo inflação era utilizado para designar um aumento da oferta de moeda e não propriamente um aumento generalizado nos preços.

[14] Veja-se, a este respeito, M. Friedman (1956).

unidade de conta — à medida que se dissemina a indexação — e, por fim, reduzindo sua capacidade de servir como meio de pagamento.[15]

Este processo, é evidente, adquire contornos específicos conforme o quadro institucional e histórico no qual se insere, sendo que, em geral, são especialmente relevantes para singularizar cada episódio fatores como o grau de abertura da economia e o grau de desenvolvimento do sistema financeiro. Sabe-se, por exemplo, que as pequenas economias abertas que experimentaram hiperinflações (Áustria e Hungria nos anos 20, Bolívia nos anos 80) passaram por um processo de "dolarização", vale dizer, a substituição da moeda nacional como padrão de valor (indexação pelo dólar) e como reserva de valor (entesouramento de riqueza em forma de dólares).[16] Economias tipicamente fechadas, financeiramente primitivas, e passando por revoluções ou guerras civis (Polônia dos anos 20, China nos anos 40, por exemplo), exibem formas bem diversas para a decomposição da moeda. O mesmo vale para economias socialistas nas quais a experimentação em matéria monetária conheceu todos os extremos possíveis: são amiúde lembradas, e sempre controversas, as observações de Lênin sobre a desejabilidade de se abolir a moeda a fim de, com isso, se empreender a suprema expropriação da riqueza da burguesia.[17] Na Hungria de 1946, em contraste, o regime entendeu que em vez de nenhuma, a nova república socialista poderia ter duas moedas, uma das quais indexada. Em ambos os casos, a conseqüência foi o desastre monetário.

Comparações entre as incidências mais recentes do fenômeno da hiperinflação na América Latina — vale dizer, na Argentina, Bolívia, Brasil e Peru — e as chamadas "hiperinflações clássicas" serão um tema recorrente neste volume. Por ora, basta notar que a experiência brasileira tem diversas singularidades que não convém perder de vista: em nenhum

---

[15] Veja-se G.A. Calvo & C.A. Vegh (1992, p. 4).

[16] Veja-se adiante Capítulos 3, 4 e 5 para análises específicas do fenômeno da dolarização.

[17] *Cf.* F. W. Fetter (1977).

outro episódio conhecido de inflação muito elevada tratava-se de país onde tivessem sido tão grandes a extensão dos mecanismos formais e informais de indexação e o grau de sofisticação do sistema financeiro. Não há paralelo na capacidade de o nosso sistema financeiro "economizar" moeda como meio de pagamento — a base monetária chegando a cair abaixo de 1% do PIB — graças à extrema agilidade daquele em proporcionar a substitutibilidade entre moeda remunerada e moeda comum, além das facilidades criadas para o desenvolvimento de produtos derivativos dos indexadores, salvaguardando, assim, a existência de diversas unidades de conta estáveis[18] à escolha dos agentes econômicos. Tudo isso tornou única a experiência de degradação da moeda brasileira e produziu grandes dores de cabeça aos especialistas estrangeiros em inflação alta que aqui aportaram a fim de nos aconselhar.

A singularidade da experiência monetária brasileira reflete-se também, e evidentemente, nas leis. A definição legal de moeda está condicionada ao quadro histórico e institucional, e a uma tradição doutrinária eminentemente brasileira. Afinal, no plano do Direito, o estabelecimento da disciplina monetária não poderia se dar senão de maneira a acomodar, embora de modo defasado, como veremos adiante, uma realidade social específica. É interessante notar que parece ainda recente, na nossa disciplina monetária, a passagem de uma concepção metalista da moeda para outra estatista e nominalista, uma transição que teve lugar, na civilização ocidental, nos anos que medeiam a crise de 1929 e o abandono definitivo do padrão-ouro pelos EUA em 1971.[19]

A peça básica de nossa disciplina monetária — o Decreto-Lei nº 857 de 11.09.1969 — tem como base o estabelecimento do curso legal, vale dizer a irrecusabilidade ou o

---

[18] Registre-se a semelhança entre este estado de coisas e o que será relatado adiante, no Capítulo 4, acerca das *wertbestandiges*, vale dizer, as moedas de valor estável na Alemanha de 1923.

[19] Veja-se a respeito o notável estudo de R. Trifin (1968) e, também, para uma análise desta trasição no tocante à disciplina monetária brasileira, o estudo de A. Mendes e E.B. Nascimento (1991).

poder liberatório da moeda nacional, e também o curso forçado, ou seja, a sua inconversibilidade interna. Note-se que o DL nº 857 destinava-se a aperfeiçoar o Decreto nº 23.501, de 27.11.1933, este, por sua vez, editado em meio à Grande Depressão, motivado pela Resolução Conjunta do Congresso Americano suspendendo a validade das cláusulas-ouro em contratos [20]. Com efeito, o DL nº 857 manteve a suspensão do parágrafo 1º do Artigo 947 do Código Civil — a "cláusula ouro", que facultava a liquidação de obrigações em moeda estrangeira — e determinou que seriam "nulos de pleno direito... os contratos... que estipulem pagamentos em ouro, em moeda estrangeira, ou, por qualquer forma, *restrinjam* ou *recusem*, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro" (Art. 1º, grifo nosso).

Este dispositivo, cujos propósitos pareciam circunscritos a problemas específicos de uma época remota, permanceria em pleno vigor durante os anos marcados pela alta e prolongada inflação. Não seriam poucas, por isso mesmo, as dúvidas surgidas sobre sua validade e extensão durante os anos mais recentes, quando a degradação da moeda ensejou inovações profundas na esfera monetária. A principal destas, a própria indexação, claramente não compunha o quadro de referência do legislador dos anos 30.

Não obstante, havia concordância em que o DL nº 857 não vedava genericamente a indexação, ou seja, suas determinações não são inconsistentes com o fato de se dar poder liberatório à moeda por valor diferente de seu valor nominal, ou de se dar à moeda de curso forçado o poder liberatório que se quiser convencionar.[21] Todavia, uma interpretação mais estrita e claramente nominalista deste dispositivo é no sentido de que, como sugerem Mendes & Nascimento (1991, p. 49), "em contratos celebrados entre residentes no Brasil as obrigações monetárias só podem ser constituídas em moeda

---

[20] Cf. G. Ulhoa Canto (1983, p. 1) e aludido explicitamente nos "considerando" do próprio decreto.

[21] Houve dúvidas sobre a legalidade de se contratar obrigações indexadas ao preço da moeda estrangeira. Veja-se G. Ulhoá Canto (1983, pp. 7-8), L.G.P. B. Leães (1192, p.18) e especialmente J. L. Bulhões Pedreira (1993).

corrente nacional como moeda de conta e como moeda de pagamento". Não se admitiria, portanto, se levarmos esta interpretação às últimas conseqüências, sequer a indexação, pois ela restringiria o "curso" da moeda nacional enquanto unidade de conta.[22]

À primeira vista poderia parecer que não se admite, na interpretação nominalista acima, lugar para a noção de que a inflação desagregou as funções da moeda, ainda que isto constituísse um fato contundente da experiência cotidiana. Note-se que o próprio DL nº 857 admitiu exceções em seu Artigo 2, ao elencar diversos casos onde as restrições do Artigo 1 não se aplicavam, todos de obrigações onde uma das partes era um não-residente. Com efeito, de acordo com Mann (1992, p. 205, grifos no original) "sempre que uma obrigação é validamente expressa em uma moeda estrangeira, torna-se necessário observar uma distinção de importância fundamental, qual seja, a que separa a *moeda de conta* da *moeda de pagamento*". Com o avanço da inflação, todavia, ficaria clara a separação das funções da moeda em transações que não envolviam não residentes e moedas estrageiras, haja vista o reconhecimento da idéia da proteção de direitos prejudicados pela perda de poder aquisitivo da moeda, ou a chamada doutrina da valoração. Nessa linha, a ampla aceitação na Jurisprudência da distinção entre dívida de dinheiro e dívida de valor, fundamento básico da noção de correção monetária, representaria, na verdade, uma importante inovação: a recusa, em alguma medida, do nominalismo e o progressivo reconhecimento da dissociação das funções da moeda. Conforme Arnold Wald (1983, p. 12) "inspirando-se na lição dos economistas e na dissociação das funções da moeda por eles defendida, procurou o Direito Brasileiro manter o cruzeiro como meio de pagamento, modificando, todavia, a unidade de conta, ou seja, a medida de valor, que passou a ser, conforme o caso, as ORTNs... as UPCs, o salário-referência ou qualquer outro índice escolhido pelas partes"... "Na realidade," continua ele, "o índice funcionava

[22] Notadamente A. Xavier (1980).Na verdade, esta interpretação nominalista estrita somente tem sido aplicada em se tratando da indexação por taxa de câmbio.

do mesmo modo que uma moeda estrangeira ... Essa dissociação entre moeda de conta e de pagamento enseja o que já se denominou 'a bigamia monetária'."[23]

Assim sendo, a Jurisprudência, ao reconhecer os efeitos da inflação, avançou mais que a Lei, em particular o DL nº 857, que ainda se prendia aos tempos do abandono da conversibilidade. No dizer de Washington Souza (1983, p. 262, grifos no original) "de parte da Legislação, percebe-se a resistência para manter o princípio do 'curso forçado' da moeda emitida pelo governo, comprometendo-se com o *Nominalismo como regra* e, admitindo o *Valorismo, como exceção.* Registra-se assim uma espécie de 'saudosismo' do legislador que entrava a produção legislativa mais corajosa ante os efeitos de uma inflação persistente e intensa."

Com efeito, a Medida Provisória nº 434, de 28.02.1994, enfrentaria de frente essas contradições ao reconhecer explicitamente na legislação a separação das funções da moeda que as interpretações mais conservadoras do DL nº 857, insensíveis aos progressos conceituais da Jurisprudência sobre correção monetária, nunca lograram contemplar.

2.3 A reunificação monetária

A regeneração da moeda no Brasil procurou trilhar o caminho inverso daquele que a destruiu, apropriando-se seqüencialmente das funções que perdeu, na prática "reestatizando" funções perdidas para os agentes privados. Daí o zelo do legislador, em primeiro lugar, em unificar a indexação em torno de um só "índice" de natureza oficial, ou estatal, reconhecendo explicitamente, todavia, o caráter *soi dissant* monetário da indexação, ou seja, o fato de que um indexador (seja índice de preços ou unidade fiscal) cumpre a função monetária de servir como unidade de conta sem, todavia, constituir, por inteiro (na concepção unificada do DL nº 857), moeda. Como eram vários os indexadores e as unidades fiscais e contábeis privadas, tudo se passava como se uma parte desse

[23] A este respeito, veja-se a elucidativa discussão de J. L. Bulhões Pedreira (1993).

"bem público" denominado moeda nacional, a parte que tinha que ver com a função "unidade de conta", havia sido "privatizada" entre diversos entes cada qual prestando a públicos específicos o serviço que o Estado, ou mais especificamente o Governo Federal, deveria fornecer à sociedade.[24] A primeira parada, portanto, no processo de reconstrução da moeda era a instituição de um índice único, obrigatório em novas indexações, definido como uma unidade de conta oficial e mais: já lhe atribuindo explicitamente a função monetária de moeda de conta, antes mesmo que, quando emitida, adquirisse as funções remanescentes de reserva de valor e meio de pagamento.

É interessante notar que a separação formal das funções da moeda, base do raciocínio acima, vem sendo há tempos cogitada em debates sobre uma possível ressurreição do padrão-ouro, porém mediante a utilização de uma ou mais *commodities* como padrão, em vez do ouro. Propostas desse tipo encontraram defensores ilustres, como Irwing Fisher (1913), por exemplo, que propunha uma combinação entre um "padrão tabular", ou seja, uma unidade de conta monetária móvel (ou seja, indexada) e um sistema monetário como um *gold exchange standard.* Isso quer dizer, basicamente, um "padrão mercadoria" onde, em vez do ouro, são utilizadas, como padrão de valor, outras mercadorias, isoladamente ou em conjunto, que tenham preços mais estáveis, restando, todavia, nessas propostas, um obstáculo não removido: a delicada questão da conversibilidade.[25] Sem embargo, notou-se que um "padrão mercadoria" com boas condições de fun-

---

[24] No plano fiscal, por exemplo, encontrava-se bastante disseminada a utilização de "unidades de conta" em função das quais referenciavam-se os créditos e débitos tributários. Além da UFIR — Unidade Fiscal de Referência, criada pela Lei nº 8.383 de 30.12.1992 — existem diversas unidades fiscais regionais implementadas por estados e municípios com funções semelhantes. Junte-se a isso uma quantidade enorme de empresas que criaram suas próprias unidades de conta para fins contábeis bem como para orientar métodos internos de pagamentos. Em qualquer desses casos cabe a pergunta sobre a compartimentalização, ou mesmo apropriação privada, de uma função de estado.

[25] Para uma discussão moderna das idéias de Fisher veja-se W. Coats (1994, p.257). Sobre a dificuldade de se combinar um "padrão mercadoria" com a conversibilidade veja-se L. White (1989, capítulo 9).

cionar seria aquele baseado em uma cesta de mercadorias "escolhida de modo a que, historicamente, a associação entre o preço dessa cesta e o custo de vida seja estreita".[26] Todavia, isso nos leva naturalmente à noção de um padrão de valor sujeito à indexação, sem conversibilidade, e isto somente é possível se as funções da moeda são formalmente separadas, ou seja, se adotamos uma unidade de conta estável, posto que indexada, e um meio de pagamento diferente, um instrumento não indexado. Foi nesta direção que caminharam algumas propostas brasileiras de reforma monetária,[27] as quais, todavia, tangenciavam o problema da coexistência entre moedas "nova" (indexada) e "velha", e dessa forma criaram dúvidas sobre se não provocariam uma catástrofe monetária como as da Alemanha de meados de 1923 e da Hungria de 1946.[28] A URV-Real seguiria um caminho fundamentalmente diverso, pois, em vez de se criarem duas moedas, apenas se buscou separar duas funções da *mesma moeda.*

Uma outra questão delicada a enfrentar, na medida em que se vai admitir explicitamente a separação das funções da moeda, e definir uma moeda de conta oficial, é a conexão entre a disciplina monetária e a disciplina das obrigações. Isto se torna transparente quando se estabelece uma nova moeda de conta, isto é, como padrão de valor monetário e referência para todas as obrigações pecuniárias contratadas no padrão anterior. De fato, em outras experiências anteriores, aqui e na Argentina, a própria noção de reforma monetária, vale dizer, a mudança do padrão monetário, serviu ao propósito de redisciplinar, ou mais especificamente, *desindexar*, as obrigações, aceito o entendimento de que as cláusulas contratuais de correção monetária são acessórias à própria moeda. Se esta deixa de existir, ou seja, se é substituída por outra, deve a lei determinar o modo como as obrigações constituídas no padrão monetário anterior se convertem ao novo padrão. De acordo com F. A. Mann (1992, p. 272), "A moeda,

---

[26] R. E. Hall (1982, pp. 111-112).

[27] P. Arida & A. Lara-Rezende (1985), e também a proposta da moeda real de F. L. Lopes (1989)

[28] O ponto é discutido explicitamente por F. L. Lopes (1989, p. 45)

sendo uma criatura da Lei, é regulada pelo Estado e ... a lei monetária determina que coisas têm o atributo do curso legal como moeda, e em que extensão, e como, no caso de uma alteração na moeda, somas expressas na moeda anterior devem ser convertidas na nova moeda."[29]

Este entendimento de fato transparece em decisões do STF (Supremo Tribunal Federal), estabelecendo a inexistência de "direitos adquiridos" sobre pagamentos em uma moeda extinta. Relatando o RE nº 114.982/RS, por exemplo, o Ministro Moreira Alves alude a vários julgados onde se assentou que "não há direito adquirido a um determinado padrão monetário, seja ele o mil-réis, o cruzeiro velho ou a indexação pelo salário mínimo. O pagamento se fará sempre pela moeda definida pela lei no dia do pagamento".

Tendo em vista que, ao redenominar, ou ao modificar o enunciado monetário de uma obrigação pecuniária, o efeito econômico em tudo se parece ao de se trocar o indexador da obrigação, ou o parâmetro utilizado para fins de correção monetária, duas questões merecem ampla consideração. Em primeiro lugar, há a questão do equilíbrio econômico financeiro das obrigações, de que trataremos na próxima seção. Em segundo, na definição de um novo indexador há de se tomar em conta os parâmetros definidos pelo STF em sua histórica decisão sobre a inconstitucionalidade do uso da TR (taxa referencial) como parâmetro de correção monetária. Com esta decisão, o STF estabeleceu uma clara diferenciação entre "correção monetária" e "indexação", sendo esta amiúde referida como "atualização monetária". A correção monetária, necessariamente, deveria se associar a uma medida objetiva e neutra de perda de poder aquisitivo da moeda, ao passo que a indexação poderia, como no caso da TR (Taxa Referencial), objeto da discussão do STF, incorporar outros

[29] E ainda, "obrigações pecuniáriuas são 'indestrutíveis'. Na eventualidade da extinção de uma moeda um nexo recorrente entre o novo e velho sistema monetário definirá os montantes a serem pagos. Esse nexo recorrente sempre assegura a continuidade e a identidade da obrigação pecuniária", *ibid.* p. 278.

elementos. Conforme o voto do Ministro Moreira Alves, relatando o ADIN nº 493-0-DF, "a Taxa Referencial (TR) não é índice de correção monetária pois, refletindo as variações do custo primário da captação dos depósitos a prazo fixo, *não constitui índice que reflita a variação do poder aquisitivo da moeda*" (grifo nosso). Assim sendo a TR, como argumentado pelo Parecer da Procudaria Geral da República e aceito pelo Ministro Relator, "não constutui índice neutro" da inflação o que não implica objeção quanto a seu uso, obedecidas as restrições em lei, quando as partes contratantes assim o elegessem.

Com efeito, em função da tese acima descrita, o empreendimento econômico de se unificar a indexação em torno de um só parâmetro, como forma de se iniciar a reforma monetária, teria de adquirir contornos formais muito precisos. Não bastaria apenas definir um "indexador contemporâneo" cuja variação com respeito à moeda existente se fizesse "com base na melhor estimativa da inflação corrente" como sugeriu a Exposição de Motivos nº 395 de 07.12.1993 (§ 117). O problema é que este indexador não atenderia aos ditames jurídicos da noção de correção monetária, vale dizer, não envolveria um índice que refletisse tão-somente a variação do poder aquisitivo da moeda nacional. Levada às últimas conseqüências isto implicava que a correção monetária se fizesse através de medidas da inflação efetivamente ocorrida, ou seja, medidas capturando a inflação, como se sabe, de forma defasada, tornando, assim, a indexação necessariamente *backward looking*. Um "indexador contemporâneo" *strictu sensu* não seria aplicável, portanto, nos casos onde a lei, ou mesmo a própria Constituição Federal, explicitamente determinassem a incidência de "correção monetária", quais sejam, o da correção de salários, benefícios previdenciários e dívidas judiciais, para dizer alguns.

Com isso, a construção de um "indexador contemporâneo" se tornou uma tarefa complexa. O recurso a medidas "reveladas" de expectativas de inflação, como, por exemplo, o uso de taxas de juros para a composição de um índice de

correção monetária (a TR) fora julgado inconstitucional. O uso de prêmios em mercados futuros teria, provavelmente, o mesmo destino. O desenvolvimento de algum produto financeiro que permitisse uma leitura "limpa", ou, no dizer dos advogados "neutra", das expectativas de inflação — por exemplo, um título financeiro sem juros (do gênero *zero coupon*) para o qual houvesse um mercado *forward* com liquidez, de onde se tivesse uma cotação de mercado para a inflação futura[30] — revelava-se problemático na implementação.

Para se sair deste impasse alguns elementos foram importantes. O primeiro foi a experiência já estabelecida de se fazer indexação com referência a unidades de conta não monetárias oficiais, locais ou mesmo privadas, a qual, juntamente com a memória, ainda fresca para muitos, do BTN e do BTN fiscal, já tinham "educado" a população quanto à noção de se referenciar uma dívida com respeito a uma unidade de conta indexada. É interessante notar que a ótima receptividade da URV — conceito indubitavelmente nada simples para o homem comum — fornece evidência de que a população, bem à frente do legislador, já tinha alcançado uma compreensão profunda da desagregação monetária e das formas de se efetuar transações no confuso mundo da hiperinflação. Com efeito, o episódio alemão do *rentenmark*, em 1923, estudado em detalhe adiante, no Capítulo 4, em muito se assemelha à experiência brasileira de 1994. Seria fácil observar, inclusive, que a URV foi uma espécie de *rentenmark* escritural,[31] sendo que o aspecto mais surpreendente é o fato de um mecanismo monetário complexo, a ponto de ter sido considerado um "milagre", disseminar-se facilmente sem que a população manifestasse maiores dúvidas sobre seu funcionamento.

Um segundo elemento importante na construção de um "indexador contemporâneo" foi a observação nada casual que os julgados associados a mudanças nas políticas salariais em planos de estabilização anteriores pareciam revelar que a existência de mudança de padrão monetário era elemento crucial

---

[30] Veja-se K. Dowd (1994).

[31] A semelhança não passou despercebida. Veja-se R. Markward (1993).

para a questão de se as alterações feriam o ato jurídico perfeito (Art. 5º, XXXVI, CF). Em essência, a mudança da expressão monetária de um contrato, quando da introdução de um novo padrão monetário, seria não só possível como inevitável, como já observado, face à extinção da moeda na qual foi contraída a obrigação. Com efeito, a cláusula de correção monetária precisaria ser reconstituída pois definiria a reposição da perda de poder de compra de uma moeda que deixou de existir. A lei, nesse caso, deveria regular a conversão da expressão monetária e também das cláusulas de correção monetária, que seriam claramente acessórias à moeda na qual foram adotadas. O Congresso Nacional, com sanção do Presidente da República, dispõe dos poderes para legislar sobre matéria monetária (Art. 48º, XIII, CF) e as normas nesse terreno seriam "de ordem pública", ou como estabeleceu o Ministro Moreira Alves, relatando o RE nº 114.982/RS: "as normas que alteram padrão monetário e estabelecem os critérios para conversão dos valores em face dessa alteração se aplicam de imediato, alcançando os contratos em curso de execução, uma vez que elas tratam de regime legal de moeda, não se lhes aplicando, por incabíveis, as limitações do direito adquirido e do ato jurídico perfeito".

Este entendimento, todavia, só não é pacífico porque é lícito conceber situações onde, numa reforma monetária, a lei modifique as cláusulas de correção monetária, posto que acessórias à moeda, mas produzam desequilíbrio nas obrigações. Ou seja, não parece haver objeções, no plano da disciplina monetária, a que se modifiquem as cláusulas de correção, podendo, outrossim, haver objeções, no plano da disciplina das obrigações, caso os novos dispositivos provoquem desequilíbrio nas obrigações.[32] Neste segundo e fundamental aspecto, todavia, os economistas detinham as "tecnologias" necessárias para assegurar o que chamavam de "neutralidade distributiva". Era fácil argumentar que se toda a indexação fosse feita com respeito à mesma unidade de conta, ou seja, se todas as obrigações pecuniárias fossem referenciadas a uma mesma unidade de con-

[32] F. A. Mann (1992, p. 272, *ff* 3) não vê essa possibilidade, e entende que o assunto se esgota unicamente no âmbito da lei monetária.

ta, esta sujeita à correção monetária, a transição para um novo padrão monetário seria uma mera mudança de denominação sem qualquer implicação distributiva, ou, no dizer dos advogados, sobre o equilíbrio das obrigações. Assim sendo, a reconstrução da moeda teria de se iniciar pela redefinição da indexação em termos de uma única unidade de conta — a URV — e que, além disso, essa unidade fosse o embrião da nova moeda, o Real.

Exatamente dessa forma foram lançadas as bases do Real. A Medida Provisória nº 434, de 27.02.1994, criou a Unidade Real da Valor – URV — "dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário" (Art. 1º, *caput*), sendo a URV parte integrante do Sistema Monetário Nacional (Art 1º, § 1), portanto, uma "moeda de conta" que teria poder liberatório, ou seja, teria o atributo de servir como meio de pagamento, apenas depois de emitida, quando passaria a chamar-se Real (Art. 2º). Diria a Exposição de Motivos da MP nº 434 que "o tratamento seqüencial e, portanto, gradual da reforma monetária é uma inovação face à experiência passada cuja razão de ser reside em peculiaridades históricas e institucionais do momento econômico brasileiro", e acrescentaria que "o seqüenciamento proposto para a reforma monetária usa a própria lógica que presidiu a progressiva deterioração do cruzeiro real."

Esta formulação, como era de se esperar, suscitou dúvidas. A separação formal das funções da moeda na definição do Real, por ora chamado de URV, chamou a atenção do Dr. Saulo Ramos, que viu na URV um "feto de moeda",[33] ou seja, uma moeda, por assim dizer, pela metade. Ocorre que o curso legal, ou seja, "a qualidade jurídica de a unidade estabelecida pelo sistema de normas para servir como padrão de valor e instrumento de pagamentos"[34] foi, por este mesmo sistema, restrito ao segundo desses atributos, ou seja, tratava-se de moeda de curso legal para servir exclusivamente como

---

[33] Saulo Ramos "Planos, contraplanos e o Planalto", *Estado de São Paulo*, 03.03.1994.

[34] De acordo com José Tadeu de Chiara, em correspondência ao autor de 08.03.1994.

padrão de valor monetário (Art. 1º, *caput*). A unidade monetária URV podia ser até chamada de "intra-uterina", como assinalou Saulo Ramos, mas isto não a tornava menos moeda, pois afinal esta é nada mais que uma criatura da Lei.

Ademais, observe-se que a "taxa de câmbio" entre o cruzeiro real e a URV seria fixada diariamente pelo BC "tomando como base a perda de poder aquisitivo do cruzeiro real" (Art. 4º) de forma que as obrigações pecuniárias denominadas em URV pudessem ser consideradas "dívidas de valor", ou que, se pudesse "converter" em URV obrigações necessariamente (ou constitucionalmente) sujeitas à correção monetária, sem os problemas ocasionados pelas restrições impostas a este conceito através da decisão do STF sobre a TR.[35] Assim se solidificava o vínculo entre "correção monetária" e a "moeda de conta", ou seja, a função "unidade de conta" da nova moeda nacional, recomposta antes de o Real adquirir poder liberatório e, portanto, tornar-se, também, meio de pagamento. É claro que para atender a este desiderato, a metodologia a governar a variação do preço em cruzeiros reais da URV teria de ser objetiva de modo a não ensejar novamente a discussão da "neutralidade" a que tinha sucumbido a TR. Conforme determinado pelo Art. 4º, § 3º o Decreto nº 1.066, também de 27.02.1994, publicou a metodologia adotada para o cálculo da paridade diária entre o cruzeiro real e a URV estabelecendo que a variação diária da expressão em cruzeiros reais da URV teria como base uma "banda" de três índices de preço de ampla utilização — IGP-M, IPCA-E e IPC-FIPE, 3ª quadrisemana — adotando assim procedimento muito semelhante ao utilizado no reajuste da UFIR diária, que refletia, a cada dia, "uma projeção" (§ 5º, Art. 2º, Lei nº 8.383) do IPCA, série especial, relativo ao mês em curso, apenas enquanto o índice "fechado" não era divulgado.

Completava-se assim a arquitetura conceitual básica da nova moeda e da reforma monetária que a introduziria. Tudo o mais, como se verá adiante, decorreria.

---

[35] O § 4º do Artigo 4º previa inclusive que "a perda de poder aquisitivo do cruzeiro real, em relação à URV, poderá ser usada como índice de correção monetária".

2.4 Um sistema bimonetário e as conversões de salários em URV

Como vimos na seção anterior, a introdução de um novo padrão monetário modificaria a natureza da indexação através de um processo de conversão de um enunciado monetário para outro, em uma outra moeda. As alterações e adaptações contratuais teriam de ocorrer na conversão para o novo padrão monetário, segundo regras fixadas em lei e nesse contexto, conforme já assinalado, a questão da manutenção do equilíbrio econômico das obrigações, ou seja, da neutralidade distributiva, teria de ser tratada com imenso cuidado.

Neste domínio, a primeira e principal batalha a ser travada, e na qual muitos outros planos de estabilização haviam sucumbido, era a política salarial. A solução adotada foi ousada. Ao determinar — para os salários em geral, o salário mínimo e os benefícios da Previdência — a conversão pela média dos valores em cruzeiros reais dos últimos quatro meses convertidos em valores em URV da data do pagamento, estava-se, simultaneamente: (i) modificando a expressão monetária dos salários de cruzeiros reais para URV; (ii) procedendo-se a uma até então impensável transição do sistema de pagamentos de salários do regime de competência para o de caixa e, por fim, (iii) determinando-se uma conversão pela média.

A transição para o regime de caixa faria evaporar um dogma, qual seja, a noção de que o salário "contratual" tinha significado econômico em si, e que a diferença entre este e o salário pelo conceito de caixa deveria ser recuperada no processo de recomposição anual dos salários na data base. A nova política seria contestada através de uma greve, logo em março, o que ensejaria uma esclarecedora e decisiva sentença. O Sindicato dos Metalúrgicos de São Paulo, associado à Força Sindical, provocou um julgamento de dissídio de greve pelo Tribunal Regional do Trabalho de São Paulo. O Juiz Relator, Dr. Rubens Tavares Aidar, exarou sentença (TRT-SP 091/94A) esclarecendo que o direito à inflação relativa ao

"chamado 'mês de competência' relativo ao índice de inflação que supostamente teria sido afastado, não existe. Trata-se — dizia o juiz-relator — de tese que configura um verdadeiro estelionato político-ideológico, pois, procura conduzir o trabalhador ao erro de considerar que está sendo lesado, o que não é verdadeiro. O direito do empregado — prossegue o voto — é receber seu salário reajustado com a inflação de um mês, e não duas inflações em um mesmo mês".[36]

As alegações quanto a perdas salariais viram-se enfraquecidas em função deste entendimento, pois este deixava patente que não era a conversão em URV, ou seja, a mudança de enunciado monetário nos salários, que produziria o desequilíbrio econômico mas o que ocorreria depois da conversão. Da mesma forma, a conversão pela média, providência inevitável em vista do tratamento diferenciado, definido originalmente na Lei nº 8.542, de 23.12.1992, dado aos trabalhadores de cada um dos quatro grupos de datas-base — era processo já conhecido, de modo que a velha discussão sobre "picos" e "médias" teve ainda mais esta aparição, e novamente foi surpreendente o entendimento pacífico de uma questão tão complexa pelo conjunto da opinião pública.

Dessa forma, era fácil demonstrar que tanto a transição para o regime de caixa, quanto a conversão pela média, não geravam, em si, perdas salariais, ou desequilíbrio na relação contratual. A despeito da retórica sindical e de espantosas estimativas de perdas,[37] pareceu claro que a ocorrência destas dependeria da proteção que o novo sistema poderia oferecer ao salário no futuro, e nesse aspecto a defesa da nova proposta era muito mais fácil: os salários expressos em URV e pagos em cruzeiros reais tinham reajuste mensal pleno, como se fossem pagos em dólares, "conquista" inédita para o movi-

---

[36] Outros juristas se manisfestaram de forma semelhante. Veja-se Octavio B. Magano "URV x Salários", *Folha de São Paulo*, 03.03.1994.

[37] O DIEESE, por exemplo, estimaria que as perdas salariais na conversão pela URV variariam entre 28.5% e 34.8% *cf.* "Escorregão Sindical", *Veja*, 02.03.1994. Esses cálculos foram amplamente contestados na imprensa. Veja-se, por exemplo, Joaquim E.C. Toledo "A URV e a 'perda' do salário mínimo", *Folha de São Paulo*, 28.02.1994.

mento sindical. Tanto foi assim que se concordou em incluir no projeto de conversão da MP, e conseqüentemente na Lei nº 8.880, de 27.05.1994, dispositivo segundo o qual seria considerado "perda decorrente da conversão dos salários para a URV" (§ 3º, Art. 27º), a ser reposta na data-base anual, a diferença entre o salário médio resultante da aplicação da MP 434 nos quatro meses posteriores à MP e o salário que resultaria da aplicação da lei anterior no mesmo período, vale dizer, o reajuste mensal pelo IRSM com redutor de dez pontos percentuais, e recomposição quadrimestral plena estabelecido na Lei nº 8.700 de 27.08.1993. A Tabela 2.1 abaixo efetua esta comparação, considerando um trabalhador pertencente ao grupo A, e que tinha um salário de CR$ 100 mil em novembro.

Tabela 2.1
Salário real na vigência da URV

	sistema da Lei 8.880					sistema da Lei 8.700		
Período	URV	Var.% URV	Reajuste %	Em CR$	Em URV	Reajuste %	Em CR$	Em URV
nov/93	241,65	35,02	24,92	100.000,00	413,82	24,92	100.000,00	413,82
dez	333,17	37,87	24,89	124.890,00	374,85	24,89	124.890,00	374,85
jan/94	466,66	40,07	75,28	218.907,19	469,09	75,28	218.907,19	469,09
fev	647,50	38,75	30,25	285.126,62	440,35	30,25	285.126,62	440,35
mar	931,05	43,79	38,63	395.258,39	424,53	29,67	369.723,69	397,10
abr	1.323,92	42,20	42,20	562.043,38	424,53	36,77	505.671,08	381,95
mai	1.908,68	44,17	44,17	810.291,37	424,53	73,17	875.670,62	458,78
jun	2.750,00	44,08	44,08	1.167.456,71	424,53	32,75	1.162.452,74	422,71
	salário real médio (março a junho)				424,53			415,14

Fonte: DEPEC-BACEN

Como pode ser visto na tabela, o salário real médio resultante da aplicação da Lei nº 8.880 resulta 1.82% maior que aquele que resultaria da aplicação da Lei nº 8.700. Para os outros grupos de trabalhadores, exercícios semelhantes levariam a ganhos para o grupo B de 0,42%, para o grupo C

de 0,88%, para o funcionalismo público de 2,67% e para o salário mínimo de 0,99%. Perdas ocorreram apenas para o grupo D, e da ordem de 0,77%.

Mais importante do que esse números, todavia, eram os ganhos, esses sim substanciais, experimentados pelos salários reais aferidos no conceito do dispêndio, ou seja, o poder de compra dos salários ao longo do período em que era gasto. Foi justamente nesse domínio que os ganhos se fizeram claros: simulações sobre a extensão desse efeito, adotando hipóteses conservadoras sobre a distribuição do dispêndio do trabalhador ao longo do mês, facilmente conduzem a ganhos reais superiores a 10%. Esses ganhos foram sentidos depois dos pagamentos, no começo de abril, dos salários relativos a março: pois se antes dizia-se que "sobrava mês depois de terminado o salário", agora parecia sobrar salário. Trata-se aí, evidentemente, dos ganhos de renda real oriundos do fim do chamado "imposto inflacionário", cuja receita, se estimada a partir dos "lucros" do Banco Central oriundos de receitas de senhoriagem, poderiam atingir a mais de US$ 12 bilhões. Com isso, e com um evidente crescimento do consumo por parte de consumidores de estratos de renda inferiores, a alegação de perdas dissolveu-se com grande rapidez, a boa receptividade da nova política ficou evidente, e a oposição sindical terminou se enfraquecendo. Nenhum movimento grevista digno de nota teve lugar senão muito tempo depois, por ocasião do dissídio coletivo dos petroleiros, e por motivos bem diferentes. Neste momento, o Plano Real enfrentaria também o dissídio do Banco do Brasil — o qual, no passado, já tinha feito naufragar um outro plano de estabilização — e em nenhum desses casos a nova lei salarial deixou de ser cumprida sem maiores dificuldades.

O teste da política salarial foi, portanto, vencido com amplo sucesso.

2.5 A URV: incentivos para adoção e coordenação decisória

A MP nº 434 determinou que todos os novos contratos fossem feitos em URV (Art. 10º) e facultou aos existentes

a conversão conforme a vontade das partes (Art. 7º), mas não se furtou a lembrar que, no momento da primeira emissão do Real e conseqüente desmonetização do cruzeiro real, todas as obrigações pecuniárias seriam compulsoriamente convertidas em Real "preservado o seu equilíbrio econômico e financeiro" (Art. 7º, § único). Estes dispositivos conferiam incentivos para a conversão em URV a critério das partes, mas permanecia em aberto a questão econômica da adoção, ou da receptividade, da URV. Embora a lei estabelecesse como compulsório o uso da URV, sua aceitação seria tanto melhor quanto maiores fossem os incentivos para que a população o fizesse voluntariamente, enxergando vantagens em fazê-lo. Essas vantagens dependiam, todavia, da própria utilização da URV em larga escala, havendo, nessa matéria, o que se chamou de *network externality*, ou seja, o fato de que "a utilidade de uma moeda em particular, para um usuário, depende de quantos outros também a utilizam".[38] Sem dúvida, o mesmo vale para moedas de conta, e é tanto maior forte quanto maior a desutilidade, para os agentes econômicos vistos individualmente, de se incorrer em "descasamentos", isto é, adotar-se indexadores diversos para suas rendas, despesas, dívidas e outras grandezas nominais. Na presença de um incentivo concreto para a utilização de um só índice, e como os salários estavam sendo convertidos em URV, tudo parecia indicar que a sua adoção se faria naturalmente e de forma relativamente rápida.

Verificou-se, por outro lado, que algumas conversões se revelariam muito difíceis e que longos e tortuosos processos de negociação seriam deslanchados para a disputa do chamado *float*. Esta era, na verdade, uma poderosa indicação de que os efeitos distributivos da inflação eram não só bem conhecidos como também explicitamente incorporados nos preços, pois onde quer que prazos e carências fossem estabelecidos em contratos, a inflação tinha papel como mecanismo de desconto ou remuneração. Dessa forma, a conversão

[38] K. Dowd & D. Grenaway (1993, p. 1180).

em URV tinha efeito semelhante à própria estabilidade de preços e, por isso mesmo, envolvia o difícil problema de se "precificar" o *float*. Todavia, o incômodo em se renegociar contratos era compensado pelo fato de que, no momento da emissão do Real, as empresas não teriam nada a fazer senão trocar o nome da moeda de URV para Real. As adaptações para o mundo da estabilidade de preços poderiam se fazer gradual e antecipadamente, dando amplo curso ao processo negocial. Não foi por outro motivo que demoraram várias semanas as negociações nas cadeias produtivas no setor privado, notadamente na relação entre comércio e indústria, e também para a conversão das tarifas públicas em URV. A partilha do *float* anteriormente à primeira emissão do Real foi um passo importantíssimo para que a estabilização se fizesse sem sobressaltos.

A introdução da URV destinava-se, por outro lado, a resolver um dificílimo problema de coordenação decisória que todo plano de estabilização deve necessariamente enfrentar. Os Capítulos 14 e 15 adiante trazem um enunciado preciso deste problema, que consiste na questão da adesão a uma iniciativa de estabilização quando se faz presente um problema clássico na provisão de um "bem público" como a estabilidade de preços, qual seja, o problema do *free rider*. Como cada agente, tomado individualmente, percebe sua contribuição para o esforço coletivo como insignificante, e quando aquele que não contribui não pode ser excluído do consumo do bem público — no caso, a estabilidade de preços —, o incentivo natural é no sentido de não contribuir, ou seja, de atuar como *free rider*.

Esse problema, muito trabalhado na literatura na área de finanças públicas, foi tratado extensamente também por Simonsen (1986 e 1988), que discutiu em profundidade a racionalidade de decisões individuais em condições de interdependência estratégica e demonstrou a existência, nesse domínio, de uma lógica semelhante à do famoso "dilema do prisioneiro", bem conhecida daqueles familiarizados com a teoria dos jogos. A análise fornece "uma justificativa para

políticas de rendas" (1988, p. 324), pois sugere que "os governos devam desempenhar o papel de um leiloeiro walrasiano ajudando a rápida localização do equilíbrio de Nash, vale dizer, usando uma mão visível para alcançar o que os modelos de expectativas racionais supõem que se realiza através de uma mão invisível" (*idem, ibidem*).

A URV oferecia uma solução para este problema pois constituía-se em um produto que, em si, tinha méritos para os agentes econômicos e que, além disso, produzia — quando vista do ponto de vista de suas implicações macroeconômicas — uma externalidade da maior importância ao definir um mecanismo de coordenação decisória extraordinariamente eficaz para a formação de grandezas nominais — preços, salários, aluguéis etc. Chegou a ser notado que o Real reproduziu "em laboratório" mecanismos semelhantes aos de um processo de dolarização, ou mecanismos que ocorreram espontaneamente nas hiperinflações clássicas, como teremos oportunidade de verificar ao longo deste volume. Com efeito, a URV foi um mecanismo inovador, que apenas encontra precedente na pouco conhecida experiência do *rentenmark* alemão nos anos 20, examinada no Capítulo 4 adiante, e teve uma contribuição absolutamente fundamental para o sucesso do Plano Real. Ela tornou desnecessário o congelamento, a pré-fixação, ou qualquer outro mecanismo coercitivo de intervenção nas decisões soberanas dos agentes econômicos. Ela ofereceu uma fecunda terceira via entre a heterodoxia e a ortodoxia.

2.6 Os preços, os contratos e o Artigo 38º

A boa aceitação da URV, juntamente com a conversão compulsória dos salários, sugeriu a muitos que a economia poderia entrar em processo de "superindexação", ou de que teríamos a generalização do reajuste diário, ou uma redução geral dos prazos de reajuste de preços, podendo, assim, produzir um "choque de oferta" inflacionário de extensão imprevisível. Não foi outra a motivação do legislador ao pra-

ticamente proibir a expressão de preços em URV no varejo, na medida em que facultou a expressão de preços em URV, mas tornou obrigatória a expressão concomitante dos preços em cruzeiros reais (Art. 8º, I). Com isso, mesmo que se optasse pela expressão em URV, os preços teriam de ser trocados diariamente, o que elevaria consideravelmente os chamados "custos de cardápio" envolvidos em se remarcar preços.[39] Com efeito, são exatamente esses custos que impedem, na prática, que as remarcações de preço não sejam diárias (ou horárias!) mesmo em uma economia sujeita à inflações maiores que 40% mensais.[40] A presunção do governo, que a prática revelou correta, era que a manutenção dos "custos de cardápio" impediria a adoção generalizada dos reajustes diários, ou mesmo manteria os padrões anteriores de remarcação e, portanto, que não haveria aceleração da inflação diretamente derivada da introdução da URV.

Na primeira reedição da MP nº 434, em 29.03.1994, com o número 457, ficaria estabelecido que a data da primeira emissão do Real seria divulgada pelo Poder Executivo 35 dias antes de sua realização (§ 1º, Art. 3º). Isto trazia tranqüilidade no tocante à transição, especialmente na área financeira, pois a existência deste "pré-aviso" substituiria com evidente vantagem a necessidade de uma tablita de deflação destinada a manter o equilíbrio de obrigações pré-fixadas. A providência era, portanto, plenamente consistente com o compromisso repetidamente confirmado pelo governo de que não haveriam choques, congelamentos, confiscos, tablitas, ou quaisquer outras formas de intervenção violenta na vida econômica do cidadão.

A conversão de contratos em cruzeiro real para Real envolveria, como já mencionamos, um tema crucial — o equilí-

---

[39] Os custos de cardápio — *menu costs* — são os custos de alteração de preços nominais. Esses custos envolvem a montagem dos sistemas de controle interno, e os investimentos informáticos necessários para acompanhar as informações sobre a inflação corrente, bem como os custos materiais das alterações. Veja-se Y. Weiss (1993).

[40] A evidência nesse sentido é numerosa. Veja-se A. Blinder (1991), S. Lach & D. Tsiddon (1992), D. Carlton (1986) e Y. Weiss (1993).

brio das obrigações e, além disso, um tratamento isonômico *vis-à-vis* as obrigações convertidas voluntariamente. Muitas variações difíceis se apresentaram em torno desse delicado tema: o tratamento a ser dispensado aos contratos com cláusula de reajuste por fórmula paramétrica, ou composição de custos, a questão do *pro-rateamento* de pagamentos devidos em datas fora do primeiro dia do mês, da definição da data de aniversário de uma obrigação, e de diferenças entre data de vencimento e de pagamento, por exemplo. Mas em todos esses casos o substrato básico do problema era o tratamento das obrigações pós-fixadas no momento da transição. A dificuldade aí envolvida era clássica: indexação defasada provocando os chamados "resíduos inflacionários" e desequilibrando relações contratuais. Para solucionar este problema a MP nº 434 trouxe um dispositivo específico e inovador em seu Artigo 36º, que foi mantido no Projeto de Conversão e na Lei nº 8.880 que dele resultou, aí sob o número 38.

A fim de garantir que a conversão em reais se fizesse sem desequilíbrio contratual, o Artigo 38º estabeleceu uma regra para o cálculo dos índices de correção monetária considerados válidos para o primeiro e o segundo mês do Real, a saber de julho e agosto de 1994. Não se tratava de expurgar ou suprimir coisa alguma mas de adotar um preceito conceitual correto para a mensuração da perda de poder aquisitivo da moeda em curso — pois é disso de que trata a correção monetária — em julho e agosto. Assim estaria garantido que o processo, aludido acima, de conversão monetária seria feito com manutenção de equilíbrio contratual sem que fossem suprimidas cláusulas contratuais de correção. É interessante notar que diversos juristas, levando às últimas conseqüências a tese de que as cláusulas de correção monetária são acessórias à moeda em curso quando foram estipuladas, argumentavam que a MP poderia simplesmente suprimir essas cláusulas. Todavia, obedecido o compromisso do governo de evitar choques e outras violências contra o cidadão, este curso de ação foi descartado. A opção foi a de definir o método correto de mensuração da inflação em Real e adotá-lo nas cláusulas de correção monetária quaisquer que fossem as conseqüências.

A mensuração da inflação em julho e agosto não era matéria simples. No mês de julho, por exemplo, os preços coletados seriam todos expressos em Real, mas a taxa de variação desse índice de preço seria construída a partir de sua comparação com o índice de junho, e neste mês, os preços coletados seriam expressos em cruzeiros reais ou em URV. Para calcular a taxa de variação ter-se-ia de colocar todos esses preços em unidades comparáveis. Como fazer isso?

Duas alternativas eram claras: a primeira consistia em converter os preços em cruzeiros reais coletados em junho pela URV da data de sua coleta e, com isso, comparar preços em Real de julho com os preços de junho expressos em URV: afinal a URV e o Real eram *a mesma moeda*. A segunda consistiria em converter os preços em Reais coletados em julho, para cruzeiros reais à taxa de paridade (CR$ 2.750,00 por Real), e compará-los com os preços em cruzeiros reais de junho. De ambas as formas estaríamos comparando preços na mesma moeda, no primeiro caso em Real e URV, no segundo caso em cruzeiros reais. Qual o método correto?

É fácil ver que a resposta se prende a uma questão simples: o índice de inflação relevante, ou o método correto, é o que mede a perda de poder aquisitivo da moeda em curso, e a moeda em curso em julho é o Real. Que sentido poderia haver em um índice em cruzeiros reais, ou artificialmente "cruzeirizado", como se o chamou, para um mês onde o cruzeiro real não mais existe?

Note-se que ao se adotar, na forma do Artigo 38º, a primeira metodologia como a correta, a Lei garantiu que fossem respeitadas as cláusulas de indexação e que fosse preservado o equilíbrio econômico das obrigações.[41] Num dos casos

[41] Conforme notou um especialista: "a aplicação dos critérios que viriam a ser baixados pelo legislador para a conversão dos contratos em Reais em 1º de julho não poderia produzir resultado diferente daquele obtido pelas partes mediante conversão voluntária... e o resultado da aplicação das regras do programa coincide com o que resultaria da conversão voluntária... tal circunstância realça o caráter de neutralidade e a rigorosa consistência técnica, em termos de resultados econômico-financeiros, das regras de correção e conversão trazidas pelo programa." Cf. L. C. Sturzenegger (1994).

mais controversos, o do IGP-M, a diferença de metodologias resultava em acentuadas diferenças nos números obtidos: 4,33% e 3,94%, respectivamente para julho e agosto, na metodologia do Artigo 38º, e 40,0% e 7,56% na metodologia da inflação "cruzeirizada". No caso do IGP-DI os números para julho foram, respectivamente, 5,47%, em reais, e 24,7%, "cruzeirizada". Ninguém em sã consciência poderia afirmar que a inflação do mês de julho, quando a cesta básica (um índice calculado na metodologia "ponta-a-ponta") caiu 4,4%, e a impressão generalizada da população era a de preços estáveis ou cadentes, teria sido semelhante à de junho, ou seja, da ordem de 40%. Pouca dúvida pode haver de que a adoção dos índices "cruzeirizados" produziria desequilíbrio contratual, vastos efeitos distributivos e enriquecimento sem causa.[42]

Não obstante, o assunto premaneceu controverso face aos interesses envolvidos e foi objeto de algumas ações judiciais sem maiores conseqüências. Não se registraram questionamentos ao STF quanto à constitucionalidade do dispositivo e não seria exagero afirmar que, mesmo diante disso, o Plano Real passou no teste dos tribunais, de forma melhor e mais tranqüila que qualquer de seus antecessores.

---

[42] Parece não haver dúvida entre os economistas convidados a opinar sobre o tema que a ausência de um dispositivo como o do Artigo 38 produziria um enorme efeito distributivo em todas as obrigações pós-fixadas. Veja-se por exemplo Joaquim E.C. Toledo "URV e IGP-M: uma solução conciliatória", *Folha de São Paulo,* 05.03.1994. Claúdio M. Considera "Real sem expurgo", *Jornal do Brasil,* 08.08.1994 e Luiz C. Mendonça de Barros, "A choradeira do IGP-M", *Folha de São Paulo,* 05.06.1994. Tratando do assunto no plano acadêmico, Simonsen & Dornbush (1987), por exemplo, são categóricos ao afirmar que, nesses casos, "é preciso correção em todos os contratos de crédito para evitar uma redistribuição massiva e não intencional de devedores a credores e concomitante risco de numerosas falências e instabilidade financeira"(pp. 15-16). É claro que, no plano jurídico, o assunto incorpora novos elementos e há casos de um mesmo autor, simultaneamente, reconhecer que o Plano Real provocará desequilíbrio contratual na ausência do artigo 38º e entender como inconstitucional a iniciativa do governo de evitar o desequilíbrio, como no caso de M. H. Simonsen & A. Jeferson (1994), por exemplo.

2.7 Um balanço da URV e a entrada do Real

A introdução da URV apenas afetou a inflação pelo medo de que alguma forma de controle de preços fosse implementada simultaneamente, ao que contribuiu o Art. 34º (§1º) da MP, definindo como "abusivo", o "aumento injustificado que resultar em preço equivalente em URV superior à média dos meses de setembro a dezembro de 1993". O dispositivo havia sido inserido na MP não pela vontade dos responsáveis pela sua concepção e, felizmente, pôde ser redigido de forma a *dificultar* o controle de preços. Sucessivas declarações das autoridades, especialmente as não econômicas, contribuíram para uma onda de remarcações que acelerou consideravelmente a inflação: a média dos três índices usados para o cálculo da URV sobe de cerca de 39% em janeiro e fevereiro para cerca de 46% em março como pode ser visto na Tabela 2.2. Foi reconfortante notar, por outro lado, que o processo de disseminação da URV em si não produziu nenhum efeito adicional sobre a inflação em cruzeiros reais, que permaneceu mais ou menos estável no período de vigência da URV, como pode ser visto na tabela. Não se confirmaram, portanto, como já mencionado, as previsões pessimistas associadas à idéia de que a "superindexação" seria um encurtamento generalizado dos contratos produzindo um choque de oferta de enorme efeito inflacionário.

Tabela 2.2
Principais índices de inflação
(março a junho de 1994, variações mensais)

Período	IGP-M	IPCA-E	FIPE-3	URV
janeiro	39,07	39,17	40,94	39,73*
fevereiro	40,78	39,70	37,04	39,17*
março	45,71	43,63	41,31	46,01
abril	40,91	41,25	45,43	42,20
maio	42,58	44,21	44,66	41,69
junho	45,21	44,65	48,97	46,60

* Média dos três índices conforme tabela anexa à MP 434.
Fonte: DEPEC-Banco Central do Brasil

No mês de junho, todavia, novamente o receio de algum experimento com controle de preços, agora mais plausível aos olhos do público em função da acesa discussão em torno do polêmico projeto de lei, encaminhado pelo governo por iniciativa do Ministério da Justiça, sobre a defesa da concorrência. Este projeto, que se tornaria a Lei nº 8.884, de 11.06.1994, consolidava dispositivos já em vigor, portanto, reafirmava um arcabouço reconhecidamente ineficaz de política de competição,[43] e, além disso, avançava perigosamente em áreas como a interferência do Poder Público no domínio das fusões e aquisições e a legitimação de acordos em câmaras setoriais.[44] Mais perigoso, todavia, nesse momento, era definir como "infração da ordem econômica" condutas como "aumentar arbitrariamente os lucros" (Art. 20º, III) e "impor preços excessivos, ou aumentar sem justa causa o preço de bem ou serviço" (Art. 21º, XXIV)". Não fora a incapacidade do CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) de empreender ações eficazes de controle de preços, as conseqüências da nova lei poderiam ser piores.

Observa-se, com efeito, uma extraordinária aceleração dos aumentos de preços a partir da segunda semana de junho, tal como no início de fevereiro, enfunada por desastradas declarações de autoridades não econômicas. Logo em se-

---

[43] Para uma informada discussão dos instrumentos de política de defesa da concorrência anteriores a esta lei, bem como o já antigo paradoxo representado pela recorrente "agressividade verbal" das autoridades contra os oligopólios e cartéis combinado com a falta de interesse e de prestígio conferido ao CADE, veja-se E.M.M. Q. Farina (1994).

[44] Especificamente através do Art. 54, que dá poderes ao CADE para autorizar "atos que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados" quando o objetivo seja aumentar a produtividade, a qualidade ou a eficiência no mercado em questão. Farina (1994) não se furta a observar a inconsistência entre o apoio aos acordos de preços feitos nas câmaras setoriais e a defesa da concorrência. Na sua visão, se caberia à SNDE (Secretaria Nacional de Direito Econômico) apenas "servir de ameaça aos participantes da câmara, caso burlassem o acordo de alguma forma... então seria sustentar cartéis, e não combatê-los"(p. 91).

guida, todavia, observaríamos uma pronunciada deflação nos dois meses seguintes, mercê da frustração das expectativas de um experimento de controle de preços e/ou de um *boom* de consumo. Como se sabe, foi justamente esta aceleração anterior a julho que produziu uma inflação de cerca de 5% em julho, de acordo com vários dos índices, a despeito do fato de que, no conceito "ponta a ponta", os preços estavam caindo. A cesta básica, por exemplo, registraria um aumento de 10,3% em junho, quando medida em URV, mas cairia em julho e agosto, 4,4% e 4,3% respectivamente.

2.8 O Real e o novo regime cambial

Quando a *Folha de São Paulo* de 25.06.1994, sábado, publicou uma versão preliminar do que seria a MP nº 542, trazendo, entre outras novidades, limites quantitativos para a emissão da nova moeda, diversos economistas recordariam velhas lições dos mestres Mundell e Fleming[45] ao argumentarem que o plano teria uma grave inconsistência ao lançar, silmultaneamente, as "âncoras" monetária e cambial em uma economia com mobilidade internacional de capitais. A resposta, na verdade, seria dada poucos dias depois, às 16 horas do dia 29 de junho quando, ao encerrar o mercado de câmbio com um leilão de compra de dólares, a fim de zerar as posições compradas obedecendo a Circular nº 2.424, de 01.06.1994, o BC surpreendeu o mercado ao comprar dólares a 95 centavos de Real por dólar. Como as compras de câmbio são liquidadas dois dias úteis (aqui e nos EUA) depois de contratadas, essas compras estavam, na verdade, determinando as primeiras emissões de Real a serem feitas no dia 5 de julho. No dia seguinte, a instrução dada à mesa de operações do BC reafirmou o procedimento do dia anterior: foram comprados dólares em valor equivalente a cerca de R$ 16 milhões, para entrega em 06.07.1994, agora a 93 centavos

[45] Robert Mundell e Marcus Fleming se tornam famosos pelas elegantes exposições analíticas e gráficas sobre a consistência macroeconômica de diferentes políticas de governo em economias abertas.

de Real por dólar. A indicação era muito clara: a taxa de câmbio seria flexibilizada para baixo. Na verdade, começava aí uma nova fase na política cambial brasileira.

Muitos não enxergaram na atuação do BC mais que um expediente transitório para barrar operações de arbitragens, na passagem para o Real, entre as taxas de juros do *overnight*, dos CDIs e as taxas de desvalorização cambial, ensejadas pelas diferenças de datas de liquidação de operações em cada um desses mercados. Com efeito, a Circular nº 2.424 havia dado indicações de que a Autoridade Monetária tinha claro este problema. Outros inferiram tratar-se de expediente destinado a restringir a entrada de capitais na medida em que a apreciação teria gerado — como sua exata contrapartida, e na pressuposição de que um real deveria valer um dólar — uma expectativa de desvalorização visível na diferença entre o câmbio *spot* e o futuro — que permaneceu em torno de 4,85% em média durante o mês de julho[46] — que tornou inócuo o imenso diferencial médio de taxas de juros interna e externa observado em julho, em torno de 6,43%,[47] que decorreria da necessidade de se iniciar o programa com taxas de juros muito elevadas.

O BC, nesses primeiros dias, forneceu amplas indicações de que algo mais profundo estava acontecendo. A suposta violação aos cânones de Mundell e Fleming tinha sido descartada: operava-se com uma taxa de câmbio flexível, novidade sem precedente no mercado de câmbio brasileiro, e as autoridades não se furtaram a deixar claras duas importantes inovações: (i) que a taxa de câmbio estaria, doravante, inteiramente desindexada, abolindo-se, assim, de uma penada, a noção de que o câmbio era um "preço público" sujeito à indexação automática e aos incansáveis pleitos de correção de "defasagens"; (ii) que a sustentação da taxa de câmbio em níveis artificiais resultava em compras e/ou vendas sistemá-

---

[46] Definido como o diferencial entre o câmbio futuro e o *spot*.

[47] Computado a partir das taxas oferecidas para CDIs (Certificados de Depósitos Interbancários) e o custo de linhas comerciais estimadas pelas taxas pós-fixadas em ACCs (Adiantamentos em Contratos de Câmbio).

ticas, como claramente vinha ocorrendo há tempos, e que os limites de emissão de moeda impediriam que isto prosseguisse. Conforme pode ser visto na Tabela 2.3, durante o primeiro semestre do ano o BC vinha adquirindo cerca de US$ 2,5 bilhões mensalmente, do que resultou uma pressão expansionista de cerca de US$ 15,1 bilhões no primeiro semestre de 1994. Pouca dúvida poderia haver que a taxa de câmbio em vigor no primeiro semestre não era consistente com o equilíbrio no setor externo.[48]

Tabela 2.3
Fatores de expansão e/ou contração da base monetária, 1994
(variação média no período, R$ milhões)

Fluxos acumulados

1994 Trimestres	Setor Externo	Tesouro Nacional	Títulos Públicos	Outros	Variação da Base
I	8359	4654	-11470	-2323	-680
II	3733	- 636	-2933	107	271
III	161	-1986	9168	-1584	5758
IV	-152	-3 046	4362	865	2029

Obs.: Os dados para os dois primeitos trimestres foram calculados originalmente em dólares.
Fonte: DEPEC- Banco Central do Brasil

A retirada do BC do mercado de câmbio teve duas conseqüências imediatas. De um lado, permitiu que toda a expansão monetária decorrente do processo de remonetização

[48] Este ponto não escaparia à análise de um alentado relatório recente do Banco Mundial (The World Bank, 1994, pp. 63-69) que, com propriedade, observaria que a manutenção, ao longo dos anos, de uma política cambial prevendo desvalorizações proporcionais aos diferenciais de taxas de inflação entre o Brasil e seus parceiros comerciais, mas sem considerar os significativos diferenciais nas taxas de crescimento de produtividade a favor do Brasil, significava manter a taxa de câmbio significativamente subvalorizada.

tivesse lugar mediante redução do volume de títulos públicos em circulação. Conforme mostrado na Tabela 2.3, mais de R$ 13 bilhões em títulos públicos foram retirados de circulação, com evidente economia para o Tesouro, em contrapartida do setor externo ter permanecido neutro e o Tesouro ter sido fortemente contracionista durante todo o segundo semestre.

De outro lado, ao abster-se de intervir no mercado de câmbio, o BC permitiu, como se esperava, e como não poderia deixar de acontecer, uma apreciação nominal da taxa de câmbio. Tratava-se de ir além de uma "âncora cambial" na medida em que se criava uma pressão deflacionária no universo de mercadorias e serviços com seus preços associados ao do dólar. Este impacto direto sobre os preços seria menos importante, todavia, que a contundente demonstração de pujança da Lei da Oferta e da Procura, cujas determinações poderiam, caso seus fundamentos fossem corretos, fazer cair até mesmo o preço da moeda estrangeira. A deflação no câmbio, bem como em diversos outros preços determinados em mercados competitivos, produziu um choque de expectativas que se revelou fundamental, nas primeiras semanas do Plano Real.

A contribuição do novo regime cambial para a estabilização iria, contudo, muito além da redução da dívida pública, de seu impacto sobre as expectativas e, ao fim das contas, do fato de que se conferia à política monetária um atributo que há muito lhe fazia falta: autonomia.[49] Dava-se aí um enorme passo para a construção da "âncora monetária", a qual, como veremos nas próximas duas seções, dependeria, para o seu enunciado, de outros elementos diretamente pertinentes à dinâmica operacional da política monetária.

A definição da nova política cambial tinha como base, adicionalmente, um diagnóstico do setor externo segundo o

[49] Para uma discussão específica sobre a autonomia da política monetária em um contexto de escolha entre diferentes "âncoras" para o processo de estabilização, em particular a chamada "âncora cambial", veja-se G. Calvo & G. Vegh (1994) e P. Siklos (1994).

qual o país vinha enfrentando um sério "problema de transferência", tão complexo quanto o que enfrentamos em 1982 sendo que, agora, na direção contrária. A Tabela 2.4 abaixo ajuda a compreendê-lo.

Tabela 2.4
Balanço de pagamentos
(em % do PIB, médias anuais)

	1970-82	1981-82	1983-91	1992-94
Exportações	8.74	9.33	8.09	8.18
Importações	9.27	8.91	4.65	5.36
Saldo comercial	-0.53	0.42	3.44	2.82
Conta Corrente	-5.27	-6.02	-0.44	0.33
Conta de capitais	5.02	4.34	0.63	1.96
Reservas (variação)	-0.25	-1.68	0.19	2.29

Fonte: DEPEC-Banco Central do Brasil.

Os números mostram com clareza a magnitude do déficit em conta corrente antes da crise mexicana de 1982 e a extensão do ajuste que se seguiu: as importações viram-se violentamente comprimidas (de 8.91% para 4.65% do PIB) produzindo a rápida eliminação do déficit em conta corrente em resposta ao desaparecimento dos influxos de capital. O país passaria pela "década perdida" (1983-91) com seu saldo em conta corrente e seu estoque de reservas virtualmente nulos, e praticamente sem nenhum acesso ao capital estrangeiro. Em 1991, este estado de coisas começa a se reverter de forma espontânea: mercê da resolução natural do problema da dívida externa — pelos provisionamentos, securitizações, desenvolvimento dos mercados secundários e progressos no esquema Brady —, da redução das taxas de juros nos EUA e do reaparecimento dos mercados de bônus em escala global,[50] são retomadas as entradas de capital, que se mantêm em cerca de 2% do PIB anuais em média para 1992-94, como se vê na tabela. Como a conta corrente mantém-se ligeiramente superavitária, as reservas aumentam anualmente em

[50] Para uma análise do processo veja-se E.L. Bacha (1993).

cerca de 2,5% do PIB em média, o que nos leva de um nível levemente negativo de meados de 1991 para os US$ 40 bilhões alcançados em fins de 1994.

Desse processo resultaram boas e más conseqüências. Do lado bom, o nível mais que confortável, e inédito, de reservas afastaria qualquer risco de dificuldades no plano cambial mas, do lado ruim, o crescimento da dívida interna — que foi da mesma magnitude do crescimento das reservas — gerou um processo com as características de um círculo vicioso: a esterilização do acúmulo de reservas pressionava os juros internos, o que ampliava o diferencial de juros e produzia ainda mais entradas de capital e acumulação de reservas. Alguns economistas apontaram este problema, notando que a poupança externa não se "materializava" pois os recursos externos não eram "transferidos" através de déficit em conta corrente. Um relatório recente do Banco Mundial observaria a este respeito que "a estratégia de acumulação de reservas a fim de evitar uma apreciação real determinada pelos fundamentos do mercado pode ser cara" e estimava os custos do processo em cerca de 0,45% do PIB anuais em média para o período 1992-94.[51] Ademais, note-se que o crescimento da dívida interna assim determinado parecia fornecer uma versão brasileira do fenômeno da "perversa aritmética monetarista", segundo a qual a expectativa de monetização futura dessa dívida — ou o temor de soluções "heterodoxas" — geraria pressões inflacionárias hoje.[52]

O lançamento do Real sustou o círculo vicioso ao explicitamente identificar a "bonança cambial" como um problema e ao implementar, para seu enfrentamento, uma estratégia composta de diversos elementos. O primeiro, muito simples, decorreu de o Banco Central retirar-se do mercado de câmbio e deixar de adquirir o "excesso" de divisas. A apre-

---

[51] Esses custos são computados a partir dos custos de esterilização, ou seja, dos juros pagos pelos títulos públicos, deduzidos os rendimentos auferidos pelas reservas internacionais. Cf. The World Bank (1994, tabela 3.9, p. 69).

[52] Veja-se T. Sargent & N. Wallace (1981).

ciação cambial era inevitável pois as taxas de câmbio em vigor antes de julho, como observado acima, de modo algum representavam um ponto de equilíbrio. As autoridades tinham claro, todavia, que essa alternativa, se levada *ceteris paribus* às últimas conseqüências, produziria apreciação em excesso (*overshooting*) e, como decorrência, até mesmo o fenômeno conhecido como *Dutch Disease*,[53] vale dizer, um grande déficit em conta corrente de difícil sustentabilidade a médio prazo, como no México, e talvez mesmo desindustrialização. Em função disso, o governo replicou uma solução simples, outrora adotada em vários países latino-americanos para lidar com os riscos de *Dutch Disease* criados por aumentos grandes nos preços de suas *commodities* de exportação: tributar a origem da abundância de divisas a qual, em nosso caso, tratava-se de tributar as entradas de capitais, exatamente como vinha fazendo o Chile respondendo a um quadro semelhante.[54]

O Brasil empregaria, todavia, um modelo mais seletivo que o Chile,[55] aplicando alíquotas de imposto diferenciadas para determinadas modalidades de entradas de capital. Bus-

---

[53] O fenômeno ganhou este nome em função da experiência da Holanda que, ao descobrir sob seu território um enorme lençol de gás natural, elevou suas exportações e, conseqüentemente, suas receitas cambiais, a tal ponto que sua moeda conheceu uma enorme apreciação. Com isso experimentou um processo de desindustrialização ao que se seguiu um acalorado debate sobre se o país deveria aproveitar-se da *bonança* enquanto durasse, desindustrializando-se depois de industrializado, ou se deveria deixar o gás no subsolo. Veja-se a respeito S. Van Wijnbergen (1984) e P. R. Krugman (1987).

[54] Note-se que esta alternativa se mostra apropriada, tendo em vista o quadro macroeconômico brasileiro caracterizado, especialmente antes da primeira emissão do Real, por inflação e juros reais elevados e incerteza quanto aos *fundamentos* do programa de estabilização, circunstâncias que favoreciam os influxos de capitais de curto prazo. Ao longo do segundo semestre de 1994, com a melhora progressiva da situação fiscal e com o sucesso do Plano Real, pode-se optar por formas mais convencionais de se lidar com o problema. Veja-se, para uma discussão sobre estratégias alternativas para lidar com influxos de capital, S. Schadler *et al.* (1993). Veja-se também G.A. Calvo *et al.* (1993) e P. N. Snowden (1993) para a discussão em torno de uma política para se lidar com entradas excessivas de capital incluindo tributação dos influxos como foi feito no Brasil.

[55] O Chile estabeleceu um recolhimento compulsório de 25%, semelhante ao aplicado a depósitos bancários, para todas as entradas de capital.

cou-se especificamente limitar as entradas motivadas pelos diferenciais de taxas de juros de curto prazo a um único instrumento, os Fundos de Renda Fixa — Capital Estrangeiro, criados pela Resolução nº 2.034 do CMN, de 17.12.1993, sendo que as entradas nesses fundos seriam tributadas em 5%. Todas as outras modalidades de empréstimos de médio e longo prazos, não diretamente associadas ao comércio exterior, seriam tributadas em 3%. Claramente, um imposto dessa magnitude, pago no momento da entrada, atuava no sentido de estender a permanência desses capitais, pois seria necessário um período de alguns meses até que o investimento atingisse o seu *break-even*. Posteriormente, essas alíquotas seriam aumentadas para 9% e 7%, respectivamente, e uma nova incidência, com alíquota de 1%, seria estabelecida para os investimentos em carteiras reguladas pelos anexos de I a IV da Resolução nº 1.289, de 20.03.1987, vale dizer, os investimentos em bolsas de valores.

O terceiro elemento da estratégia adotada para se lidar com a abundância de divisas consiste em aumentar a demanda por moeda estrangeira retirando restrições variadas, e longamente estabelecidas, a remessas ao exterior de natureza comercial e financeira. De um lado, avançou-se consideravelmente na liberalização das importações, seja através de reduções em tarifas, seja através de desburocratização e remoção de barreiras não tarifárias. De outro, foram removidos obstáculos restritivos a investimentos no exterior e, mais ainda, foram criados canais especiais para esses investimentos — os Fundos de Investimentos no Exterior, criados pela Resolução nº 2.486, de 30.09.1994, que admitiam papéis do Tesouro nas suas carteiras —, dos quais resultam vantagens diretas para o Tesouro em termos da valorização de seus títulos no exterior. Na mesma linha, a flexibilização das regras para investimentos diretos no exterior significou a abertura de novas possibilidades para a multinacionalização das empresas brasileiras.

A dosagem desses elementos depende de condições essencialmente dinâmicas e envolve, necessariamente, avanços

e recuos conforme as circunstâncias. Parecia haver excesso de oferta de dólares em meados de outubro, por exemplo, quando a tributação sobre entradas de capital se elevou e foram introduzidas restrições aos prazos dos financiamentos às exportações através de ACCs (adiantamentos em contratos de câmbio) e pagamentos antecipados de exportações.[56] Todavia, logo adiante, no fim do ano, o surpreendente crescimento das importações e as conseqüências da crise mexicana trariam a impressão oposta e a reversão em parte das restrições.[57]

É importante ter claro que o novo regime cambial cumpre uma dupla função ao fornecer, por um lado, elementos de rigidez nominal aos preços — daí a noção de "âncora" atribuída normalmente à taxa de câmbio — e, por outro, se apresenta como um dos vários itens do cardápio de instrumentos que deve asssegurar o equilíbrio externo visto de uma perspectiva de médio prazo. É crucial, portanto, a importância do regime cambial para a estabilização, principalmente tendo em vista que o peso relativo dessas suas duas funções é mutável. Por isso mesmo o estabelecimento de compromissos restritivos com relação ao regime cambial — ainda que possa incrementar a credibilidade de um esforço de estabilização — pode ser uma opção muito perigosa a médio prazo como, aliás, se percebe através da experiência argentina recente. Diante deste *trade-off*, a opção brasileira foi por não se fixarem parâmetros limitadores à modificação na política cambial,[58] o que de modo algum resultou em reduzir a credibilidade do Plano Real: a preservação da flexibilidade cambial, na medida em que abre espaço para correções de rumo relativamente indolores no caso de modificações na situação externa, pode ter mesmo adicionado credibilidade ao programa em ao invés de retirado.[59] Isto

---

[56] Circulares nos 2.493 e 2.490, de 19.10.1994

[57] Circulares nos 2.538 e 2.539, de 24.01.1995.

[58] A MP 434, e reedições, mantiveram a paridade "1 dólar = 1 real" apenas para fins de lastreamento das emissões de reais. As taxas de câmbio de mercado obedecem a diretrizes emanadas do CMN.

[59] Para um enunciado preciso dessa possibilidade veja-se A. Cukierman *et al.* (1992).

é tanto mais verdadeiro, em nosso caso, quanto se mostram necessárias alterações no *policy mix* inicial do programa decorrentes de novas condições em 1995 relativamente a 1994. Com efeito, é provável que, no corrente ano, as duas funções do regime cambial modifiquem sua importância relativa na medida em que (i) o governo avance, como será discutido nas próximas duas seções, na construção da nova sistemática de política monetária, vale dizer, da "âncora monetária"; (ii) o governo avance também no terreno fiscal ao produzir a contração de despesa necessária para compensar o efeito riqueza positivo, especialmente em consumidores de baixa renda, gerado pela redução na inflação; e (iii) em virtude da crise mexicana, e a despeito das evidentes melhorias no terreno doméstico, o ano de 1995 possa ser menos brilhante quanto ao de 1994 no tocante às entradas de capitais estrangeiros, de modo que o "problema de transferência" discutido acima pode não mais se fazer presente.

Assim sendo, mantidos os ganhos conceituais associados à adoção de um sistema de bandas e à desindexação da taxa de câmbio, e de acordo com metas e parâmetros claros com relação ao balanço de pagamentos, os ajustes necessários poderão ser feitos ao longo de 1995 sem precipitação ou descontinuidade com relação ao plano de estabilização.

2.9 O novo regime monetário I: estratégia

O regime monetário em vigor nos últimos anos tinha como característica principal o fato de os mecanismos operacionais da política monetária e as instituições a eles associados terem sido moldados, ao longo do tempo, pela necessidade de adaptar e aparelhar o sistema monetário e financeiro a uma convivência pacífica com a inflação alta. Práticas e instituições singulares foram sendo progressivamente desenvolvidos, destacando-se aí, em especial, o fato de terem se confundido em um só procedimento três modalidades diferentes de operações típicas de autoridade monetária: redesconto, *open market* e administração de reservas bancári-

as voluntárias. Essas três atividades se tornam indistinguíveis quando as reservas bancárias voluntárias não são remuneradas e, em decorrência disso, títulos são cotidianamente utilizados para criar ou destruir reservas bancárias conforme os padrões de pagamentos dos bancos e do Tesouro Nacional. As intervenções do BC como doador ou tomador de recursos, a fim de estabilizar a taxa de juros, implicam proceder-se a uma espécie de "zeragem cega" no mercado monetário pois a autoridade pode estar executando qualquer uma das três funções, sem que seja claro para ela própria a natureza de sua intervenção.[60] Não por outro motivo, as descrições do funcionamento do sistema monetário brasileiro[61] empregam, com freqüência, termos técnicos como "passividade" ou "endogenia", ou até, de forma bem menos elegante e freqüentemente mal informada, alusões a relações incestuosas entre o BC e o "mercado", e a relações indecentes entre o BC e o Tesouro. Independentemente do mérito técnico, ou da maledicência dessas observações, parecia não haver discordância sobre o fato de que a implementação de uma verdadeira âncora monetária implicaria necessariamente rever as práticas usuais de política monetária e modificar as instituições que as apoiavam.

Todavia, também se tinha claro que: (i) o sistema vigente tinha méritos na exata medida em que desenvolvera instrumentos e procedimentos que permitiam um tratamento cotidiano da extraordinária capacidade do sistema financeiro de executar *liability management*, ou de alternar, conforme as circunstâncias, diferentes formas de captação, fenômeno que, em outros países, terminou por relegar ao desuso algumas regras longamente aceitas de política monetária, dentre as quais o próprio controle quantitativo dos agregados monetários.[62] Por outro lado, (ii) seria difícil empreender mu-

[60] Avaliar o estado de liquidez, nessas condições, envolve uma interpretação, nem sempre tranqüila, do fato de o BC oscilar, freqüentemente, entre a posição de *undersold* e *oversold*.

[61] Dentre estas análises, destacam-se D. D. Carneiro & M. Garcia (1993), D. D. Carneiro (1994) e A. C. Pastore (1993), entre outros.

[62] Para uma informada discussão desse tema, veja-se C. Goodhart (1993 e 1994).

danças enquanto a inflação se mantivesse em níveis elevados, dada a delicadeza da relação entre o organismo monetário e a droga que o intoxicava, isto é, a inflação. A "passividade" do sistema era, com efeito, uma necessidade inarredável a fim de se prevenir o colapso do sistema de *domestic currency substitution* que servia como barreira à dolarização e à ocorrência de fugas maciças para ativos reais com imprevisíveis conseqüências inflacionárias.[63] Construir as condições para uma política monetária ativa era uma tarefa imensa a ser empreendida gradual e cuidadosamente em muitas etapas.

Pelo menos três circunstâncias desfavoráveis a rápidos progressos nesse terreno se apresentavam no momento da primeira emissão do Real: (i) o processo de remonetização precisaria ter lugar de forma tanto mais natural quanto possível, sendo que, para este fim, a "passividade" do mecanismo monetário existente se mostrava bastante conveniente. A modificação do mecanismo, neste momento, poderia prejudicar o processo de remonetização no momento em que (ii) restrições à liquidez, essas sim, deliberadas e calculadas, mediante compulsórios e juros elevados, fragilizariam o sistema financeiro. Some-se a isto o fato de que (iii) a inflação mais baixa subtraía rentabilidade de muitas instituições financeiras e delas exigia ajustes importantes no tocante às estruturas administrativas e mercadológicas criadas para se capturar o imposto inflacionário.

Essas considerações faziam crer que as modificações na dinâmica operacional da política monetária não deveriam vir no momento da introdução da nova moeda mas posteriormente, quando as dificuldades acima mencionadas já tivessem sido, em boa medida, superadas. Assim sendo, a Medida Provisória que introduziria o Real trataria apenas de eliminar distorções e obstáculos institucionais a estas modificações, ampliando assim o seu espectro de possibilidades. As novidades trazidas pela MP nº 542, de 30.06.1994, no tocante ao regime monetário foram: (i) a modificação na com-

[63] Veja-se a discussão do Capítulo 6 sobre a funcionamento dos mecanismos financeiros durante a hiperinflação.

posição do Conselho Monetário Nacional e a criação da COMOC (Comissão da Moeda e do Crédito); (ii) a modificação do mecanismo autorizativo para as emissões de moeda e a instituição de limites para a sua emissão; (iii) o lastreamento da base monetária nas reservas internacionais do país. Essas inovações tinham um propósito evidente: tratava-se de enunciar alguns elementos de uma âncora monetária, indicando, com isso, que o Plano Real poderia efetivamente caminhar, obedecendo as lições dos mestres Mundell e Fleming, e caso se julgasse conveniente, para um sistema com âncora monetária e taxa de câmbio flexível. Ainda que isto não ocorresse de imediato, face às dificuldades acima aludidas de se modificar a sistemática operacional e institucional da política monetária, a direção não poderia deixar de ser indicada.

A mudança operada na composição do CMN era um passo mais amplo no sentido de se incrementar a independência da autoridade monetária pois, na estrutura da Lei nº 4.595, peça fundamental do ordenamento monetário vigente, o CMN é a autoridade monetária, e não o BC de modo que a presença, no CMN, de elementos nem sempre simpáticos à boa gestão monetária resultava em deturpar o funcionamento da política monetária.[64] Era preciso despolitizar e retirar qualquer ranço de corporativismo do CMN, pois, no desenho anterior, conforme a Exposição de Motivos nº 205 acompanhando a MP nº 542, "as sucessivas mudanças na composição do CMN o tornaram um foro onde a autonomia da Autoridade Monetária fica em xeque".

Na nova configuração, determinada pela MP nº 542, o CMN passaria a ser composto apenas pelos ministros da Fazenda e do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central (Art. 8º). Deixavam de ser membros do CMN: (i) quatro ministros de estado (os ministros da Indústria e Comércio, do Trabalho, da Agricultura e da Previdência), cujas contribui-

---

[64] A literatura técnica registra muitos estudos recentes, de natureza empírica, relacionando estabilidade macroeconômica e características instuticionais definindo independência do Banco Central. Veja-se, por exemplo, A. Cukierman (1992).

ções aos assuntos monetários e, em especial, aos propósitos de austeridade fiscal do governo, nem sempre eram positivas;[65] (ii) os presidentes de cinco bancos oficiais federais (CEF, BASA, BNDES, BNB, e BB), pois não devem fazer parte de um conselho entidades reguladas pelo mesmo; (iii) os membros da iniciativa privada, dentre os quais os representantes dos bancos privados, do comércio, da agricultura, da indústria, e dos trabalhadores, pois, como lembra a EM nº 205, sua presença "distorce o caráter de instituição pública do Conselho, pois envolve partes interessadas em decisões onde deve prevalecer exclusivamente o interesse público e o compromisso com a estabilidade da moeda".

O novo CMN passaria a ser apoiado pela COMOC — coordenada pelo presidente do BC, e integrada por três diretores do BC, dois secretários do MINIFAZ, pelo secretário executivo da SEPLAN, e pelo presidente da CVM (Art. 4º), um foro essencialmente técnico por onde deveriam passar todos os votos antes de chegar ao CMN. Este, por sua vez, ao perder a característica de "câmara setorial da moeda", perdia a capacidade de "auscultar a socidade civil" a fim de identificar necessidades e oportunidades de ação. Para suprir essa possível lacuna, foram recriadas as Comissões Consultivas previstas originalmente na Lei nº 4.595 (Art. 7º) e que já tinham funcionado até meados dos anos 80.[66] Todavia, nenhuma convocação de Comissão Consultiva teria lugar no segundo semestre de 1994. Na verdade, nem mesmo o decreto aprovando o seu regimento, previsto no § 1º do Art. 11º da MP nº 542, foi assinado pelo Presidente da República.

---

[65] A EM nº 205 menciona "pressões advindas de outros integrante do processo de decisão pública, nem sempre sintonizados com a função precípua da Autoridade Monetária, de defender a estabilidade da moeda".

[66] Na nova configuração, sete novas comissões consultivas foram criadas: normas e organização do sistema financeiro, mercado de valores mobiliários e futuros, política monetária e cambial, crédito rural, crédito industrial, endividamento público e processos administrativos, depois retirada quando a competência de julgar recursos a multas aplicadas pelo BC à infrações à Lei nº 4.131 foi transferida ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro pela MP nº 785 de 23.12.1994 (Art. 81º).

Resta assinalar também que a MP nº 542, ao retirar do CMN a competência para emitir moeda nos termos do Art. 4º (I) da Lei nº 4.595, destruía um mecanismo que vinha sendo acionado há muitos anos, segundo o qual as emissões eram, via de regra, trazidas ao CMN quando já tinham ocorrido e sua homologação pelo Congresso ocorria meses depois, às vezes mais de um ano. A MP nº 542 estabeleceria, para os três primeiros trimestres de vida do Real, limites para a emissão de Reais e, em bases permanentes, uma sistemática para a aprovação pelo Congresso de uma programação monetária trimestral.[67] Os limites de emissão foram fixados com certa latitude, não só quanto aos números, mas também quanto à definição do que se estava limitando. É importante notar que muito mais importante que o papel dos limites de emissão no tocante à política monetária nos primeiros meses do Real era a tentativa de redefinir o mecanismo institucional através do qual Executivo e Legislativo estabelecem diretrizes explícitas e transparentes para o processo de criação de moeda.

2.10 O novo regime monetário II: tática

Pelas razões já aludidas, não se subtraiu "passividade", ou seja, não se modificou fundamentalmente a dinâmica operacional da política monetária durante o segundo semestre de 1994. Isto não impediu, contudo, que o BC mantivesse a liquidez restrita durante todo o semestre graças ao estabelecimento de sucessivas exigências de recolhimentos compulsórios travando a captação e, principalmente, as operações de crédito do sistema bancário. É fácil notar que, mantido o sistema da "zeragem cega" mencionado na seção anterior, corria-se o risco de se ver a autoridade monetária reinjetar através de sua mesa de operações toda a liquidez esterilizada pelos recolhimentos compulsórios. Talvez por isso mes-

[67] Esse sistema seria estendido na 4ª reedição da MP nº 547, com o número 681, de 27.10.1994, quando se adotaram sugestões já incorporadas na minuta de projeto de lei de conversão relatado pelo Senador José Fogaça.

mo a efetiva restrição de liquidez tenha ocorrido de fato em outubro quando veio a inovação de fazer incidir os recolhimentos compulsórios diretamente sobre o ativo das instituições financeiras.

Com efeito, de início, o BC inicia operações em julho com taxas muito elevadas para o *overnight*[68] e implementando medidas convencionais no tocante a recolhimentos compulsórios: (i) a Circular nº 2.441, de 30.06.1994, determinando o recolhimento compulsório de 100% dos depósitos à vista; (ii) a Resolução nº 2.088 e a Circular nº 2.435, da mesma data, elevando o recolhimento compulsório sobre depósitos de poupança de 15% para 20% (3/4 dos quais em espécie), e reduzindo a chamada "faixa livre" de aplicações de 15% para 10% — posteriormente, em 31.08.1994, a Resolução nº 2.106 elevaria o recolhimento compulsório previamente estabelecido em 20% para 30%; e (iii) a Circular nº 2.440, de 30.06.1994, instituindo o recolhimento compulsório de 20% sobre o acréscimo nos depósitos a prazo, o que depois seria modificado pela Circular nº 2.474, de 31.08.1994, estabelecendo um recolhimento de 30% sobre o estoque de depósitos a prazo a ser constituído gradualmente.

Em meados de outubro parecia claro que estas restrições não se mostravam suficientes para definir um quadro de restrição de liquidez, o que parecia dever-se ao alto grau de substitutibilidade entre os passivos das instituições financeiras.[69] As taxas de crescimento dos preços em mercados especulativos e/ou competitivos, bem como o volume de operações de crédito para consumo, mostravam-se preocupantes. A despeito de taxas de juros elevadas, considerados os padrões usuais de avaliação dos juros reais e dos compulsórios sobre as formas convencionais de captação, vale dizer, depó-

[68] A taxa de abertura para o mês, 8,23%, era extremamente elevada em termos reais mesmo se comparada com índices de inflação para julho contaminados com os aumentos registrados na última quinzena de junho, todos eles na vizinhança de 6%. Se comparadas a índices "ponta-a-ponta", todos mostrando deflação, as taxas de juros no *overnight* em julho teriam sido astronômicas.

[69] Veja-se M. Garcia (1994b).

sitos à vista e a prazo e cadernetas de poupança, tudo parecia apontar para um quadro de excesso de liquidez com claras conseqüências inflacionárias. Era necessário inovar, e os diversos normativos de outubro proporcionariam a resposta adequada à situação. O primeiro deles, a Resolução nº 2.118, de 19.10.1994, estabeleceria um prazo máximo de três meses para operações de crédito de qualquer natureza. A Circular nº 2.499, de 20.10.1994, estabeleceria um recolhimento compulsório de 15% sobre operações de crédito, e a Circular 2.511, de 02.12.1994, esclareceria que a abrangência das operações ativas alcançadas pela Circular nº 2.499, ou seja, sujeitas ao percentual de 15% de recolhimento compulsório, era a mais ampla possível, e também que toda e qualquer operação passiva, ou seja, qualquer espécie de captação, estaria sujeita a um recolhimento de 30%.

Conforme pode ser visto na Tabela 2.5, de junho a dezembro, os recursos esterilizados em recolhimentos compulsórios se elevam de cerca de R$ 13 bilhões para cerca de

Tabela 2.5
Composição dos haveres financeiros (M4)
(R$ milhões)

mês	papel-moeda	compulsórios em espécie	compulsórios em títulos	haveres livres	M4 ajustado
junho	2.109	7.926	5.610	133.292	148.847
julho	3.717	12.882	8.240	124.911	149.750
agosto	4.352	14.879	8.235	125.505	152.971
setembro	5.468	18.547	12.733	118.321	155.069
outubro	5.427	19.134	20.539	116.152	161.252
novembro	6.054	21.052	22.247	119.002	168.355
dezembro	8.622	24.479	23.402	116.551	173.054

Fonte: DEPEC - Banco Central do Brasil

R$ 47 bilhões, de forma que a despeito do crescimento nominal do M4 em cerca de 16%, o volume de "haveres livres" — ou seja, a parcela do M4 que não está alocada em

compulsórios e nem está retida sob forma de papel moeda — cai 12,5%, e este volume, somado ao papel moeda em poder do público, cai em cerca de 7,5%. É claro que o grau de restrição aí embutido depende de em que medida os recolhimentos em títulos não estariam se confundindo com carteiras que seriam carregadas voluntariamente. De um modo ou de outro, não deixou de ser impressionante o efeito dessas medidas sobre os preços, especialmente as medidas de outubro, as quais assinalaram uma clara descontinuidade no comportamento da inflação.

Não se deve esquecer, por outro lado, que a política monetária teve um papel fundamental no sentido de criar um impulso contracionista necessário para compensar a expressiva pressão expansionista gerada para transferência de renda provocada pela drástica redução da inflação. Como acima aludido, a extensão desse "efeito riqueza" tem como *proxy* as receitas de senhoriagem coletadas pelo BC, ou seja, cerca de US$ 12 bilhões anuais, de modo que é fácil ver que, de modo a produzir o *crowding in* do aumento permanente do consumo provocado pela estabilização,[70] será necessário produzir uma contração fiscal dessa mesma ordem de magnitude. Note-se que, à medida que a redução de despesa pública se materializa ao longo de 1995, espera-se que o teor restritivo da política monetária possa ser reduzido gradualmente.

Note-se que, em contraste com outras ocasiões no passado, quando se tentou estabelecer tetos para a expansão monetária, os limites estabelecidos para o crescimento da base monetária no terceiro e quarto trimestres de 1994, e para a "base ampliada" no quarto trimestre, foram obedecidos. A base monetária, medida pelo conceito da Resolução nº 2.082 de 30.06.1994, ou seja, medida pela média dos saldos diários no trimestre, atingiu R$ 89 bilhões no terceiro trimestre, sendo que se usou a faculdade, prevista na MP nº 542 (§1º, Art. 4º), de o CMN autorizar uma expansão dos limites em até 20%. Para o quarto trimestre, foi estabelecido como limite,

[70] Sobre o aumento no consumo naturalmente decorrente de processos de estabilização veja-se G.A. Calvo & C.A. Vegh (1990).

um crescimento de 133% da base monetária e de 0% para a "base ampliada", depois definida no Voto nº 193, de 30.11.1994, aprovado pelo CMN. Ao final do trimestre a base cresceu 159% e a base ampliada 19%, tendo o CMN autorizado esses pequenos excessos.

Todavia, em função da manutenção da sistemática operacional da política monetária ao longo do segundo semestre de 1994, não se deve atribuir à obediência dos limites impostos ao crescimento da base monetária tanta importância quanto aos indicadores da Tabela 2.5. O quadro de restrição de liquidez se estabelece com clareza a partir das medidas de outubro e, como era de se esperar, a autoridade monetária veio a perceber dificuldades nas extremidades mais sensíveis do sistema financeiro. Foram liquidados diversos bancos de pequeno porte, boa parte dos quais com carteiras de créditos ao consumidor constituídas através de captação diária no mercado interbancário. Foram sentidas dificuldades na rolagem das dívidas mobiliárias estaduais e em alguns bancos estaduais, do que resultou, em 30.12.1994, a intervenção pelo BC no BANESPA e BANERJ, colocados sob o Regime de Administração Especial Temporária, nos termos do Decreto Lei nº 2.321.[71] Na medida em que esses bancos caminham na direção de sua privatização, assim dirimindo dúvidas sobre a solidez do sistema financeiro brasileiro, o processo de remonetização se esgota, com a inflação estabilizada em níveis muito baixos, e se completa uma fase preparatória crucial para o assentamento das bases de uma verdadeira âncora monetária. O ano de 1995 deverá trazer não somente a discussão sobre a sistemática de operação da política monetária, como também o tratamento da questão da independência do BC no âmbito da reforma em nossa Lei Maior e no âmbito da Lei Complementar regulamentando o Artigo 192 da Constituição.

---

[71] Também entrariam neste mesmo regime três outros bancos estaduais: o BEMAT (Mato Grosso), o PRODUBAN (Alagôas) e o BERON (Rondônia).

2.11 Considerações finais

Por último cabem algumas palavras sobre o extraordinário fenômeno social em que se constituiu a hiperinflação brasileira e o começo de seu fim determinado pela introdução da nova moeda. Muitos autores já se debruçaram sobre as fascinantes implicações sociais da hiperinflação, onde quer que tenha ocorrido. A hiperinflação alemã de 1923, a mais gigantesca de todas, deixaria seqüelas associadas aos mais variados aspectos da vida social e cultural, sendo particularmente assustadora, por exemplo, a relação entre a hiperinflação e o nascimento do facismo enunciada na obra de Ingmar Bergman, "O ovo da serpente".[72] Aqui no Brasil, as conseqüências da hiper foram pintadas com tintas muito carregadas:"a hiperinflação não é para nós apenas um desastre econômico ... mas uma metáfora ampla. Ela é um sinônimo ateu para o religioso 'apocalipse', um deslocamento para a palavra futuro e um substituto para a palavra 'revolução'".[73]

Não há exagero nisso. A moeda está tão profundamente carregada de simbolismos que a sua degradação, quando levada ao extremo de uma hiperinflação, espalha suas conseqüências para muito além da órbita econômica. Talvez por isso as melhores análises da hiperinflação venham de fora da economia. Elias Canetti, por exemplo, em seu estudo clássico sobre as massas e o poder observaria que "a inflação é um fenômeno de multidões, no mais estrito e mais concreto sentido da palavra",[74] algo que o economista traduz como sendo o reconhecimento de que a inflação é das muitas instâncias

---

[72] Trata-se, com efeito de uma associação que a maior parte dos historiadores da República de Weimar hesita em admitir. Mais de uma década separam a hiperinflação e o momento quando o partido nazista começa a ganhar expressão eleitoral. Há, na historiografia, uma tendência a associar o fenômeno Hitler à Depressão, mas é unanimemente reconhecido que a erosão do sistema partidário alemão teve início bem mais cedo, com a hiperinflação. *Cf.* C.P. Kindleberger (1985) e T. Childers (1983), por exemplo.

[73] Arnaldo Jabor "A hiperinflação é nossa última esperança", *Folha de São Paulo*, 13.07.1993.

[74] E. Canetti (1962, p.183).

do fenômeno social onde o resultado coletivo de ações individuais consideradas racionais não poderia ser mais irracional,[75] como o comportamento das multidões. A hiperinflação, diria Jabor (*ibid.*) nessa linha, "é um grande desejo nacional. Não há outra explicação", continua, "para a derrota permanente da 'Razão' nas últimas décadas".

Canetti, numa passagem famosa, observa também que "uma inflação pode ser tomada como uma orgia satânica de desvalorização no qual os homens e as unidades de seu dinheiro exercem os mais estranhos efeitos sobre si mesmos. Um se projeta no outro, o homem sentindo-se tão 'ruim' quanto o seu dinheiro... não apenas todas as coisas se mostram visivelmente abaladas, nada permancendo certo ou imutável mesmo por uma hora, mas também cada homem, como pessoa, se torna menor. O que quer que seja ou tenha sido, como o milhão que sempre desejou, ele se torna nada. Todo mundo tem um milhão e todo mundo é nada".[76]

Cá no Brasil, imagens semelhantes seriam utilizadas para descrever a relação entre a inflação e a cidadania no Brasil da hiperinflação. Conforme Roberto Da Matta "a experiência inflacionária como que recria a 'normalidade' de um sistema segmentado na área econômica, opondo muitas esferas de troca, de moedas e de valores. Nem tudo pode ser reduzido a dinheiro que, em sistemas assim constituídos 'não compra a felicidade' nem consegue obter certos privilégios que só o nome de família, a rede de relações pessoais ou o berço

---

[75] Os ensaios do Capítulos 15 e 16 são variantes em torno desse fascinante tema, no qual uma referência obrigatória é o chamado "Toerema da Impossibilidade de Arrow", através do qual se mostra que uma escolha coletiva racional, definida a partir de pressupostos matemáticos definidores, é impossível de ser derivada pela agregação de funções de utilidade individuais dotadas do atributo da racionalidade. Veja-se K. J. Arrow (1951). Note-se que todo um campo da economia, a escolha pública (*public choice)* se abriu a partir desse trabalho. É forçoso reconhecer, todavia, que o fenômeno chamou menos a atenção dos economistas que de outros cientistas sociais.

[76] E. Canetti (1962. p. 186).

podem trazer". Em função disso, continua Da Matta, "podemos efetivamente entender a lógica e a profunda verdade de dois velhos e muito populares ditados brasileiros: aquele que diz que 'dinheiro é merda', e o que fala gentil e talvez mentirosamente que 'dinheiro não traz a felicidade' e 'não vale nada".[77]

Pouca dúvida pode haver que a inflação promove e acentua a desigualdade em uma sociedade já propensa à iniqüidade e repleta de clivagens. A EM nº 395, ao deitar as bases do Real em dezembro de 1993 observaria, a este respeito, que "a moeda degradada que hoje temos está intimamente ligada ao *apartheid* social que vivemos no país. É uma moeda para o pobre que não tem como se defender da inflação. A moeda do rico é a moeda indexada, que o isola do processo inflacionário e chancela transferências de renda a favor deste grupo"(§ 132).[78]

Por tudo isso, a regeneração da moeda no Brasil representava um profundo reordenamento social. O impacto do Plano Real sobre o processo eleitoral, o mais visível desses efeitos, talvez tenha sido apenas a superfície. A nova moeda recomporia as trocas sociais e permitiria que as pessoas percebessem "o valor das coisas", com isso estendendo a teia de seus efeitos para todo o espectro de simbolismos associados ao dinheiro, sugerindo a identificação entre inflação e imoralidade e, assim, confundindo-se com os imperativos éticos que vinham assoberbando a população brasileira há tempos. Como observaria um psicanalista, como decorrência da inflação brutal, "o sujeito é arrancado do espaço de trocas interhumanas e deslocado para as fronteiras da ordem social ... o espaço social se desloca da posição de lugar de trocas intersubjetivas para uma posição de lugar de guerra de quase to-

---

[77] R. da Matta (1993, pp. 26-27).

[78] Não é por outro motivo que, num documento extensamente citado na EM nº 395, a Conferência Nacional dos Bispos da Alemanha (1994, p. 3) observa que "um ordenamento monetário que garanta o seu valor [da moeda] é elemento central para a criação de um contexto estável, de modo que lhe cabe uma função sócio-ética crucial".

dos contra todos ... é nesse registro psíquico que pudemos sublinhar alguns dos efeitos mais perversos da crise brasileira sobre a subjetividade, dentre as quais a moral cética que permeia o tecido social [a lei do Gerson!!] é sua versão mais sublimada."[79]

Não é à toa que a estabilidade de preços teve tamanha ressonância no corpo social. Não obstante as crescentemente desesperadas resistências às mudanças sociais e econômicas impostas pela estabilidade de preços e pela moeda forte, melhores condições não poderão haver para se firmar a estabilidade econômica como um valor fundamental e para se transformar a recém-descoberta aversão social à inflação, e a tudo que ela representa, em um efetivo impulso político renovador e em freios institucionais ao reaparecimento da inflação.

Para tanto, o Plano Real precisa tornar-se mais que simplesmente um plano de combate à inflação fundado na boa técnica econômica, mas uma senha para um projeto muito mais ambicioso de renovação das regras e instituições que regulam uma economia em contínua e acelerada transformação. Reformas são necessárias — como todos sabem — para avançar nessa direção, e o desafio de aprofundá-las será enfrentado com coragem, determinação e sobretudo paciência.

---

[79] J. Birman (1993, p. 151).

3. Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo[80]

3.1 Introdução

Este ensaio discute os limites de três diferentes famílias de alternativas de combate à inflação: o gradualismo ortodoxo, a dolarização no estilo argentino (ou na modalidade de *currency boards* comuns nas novas repúblicas egressas da ex-União Soviética) e as alternativa heterodoxas envolvendo maciças intervenções tais como congelamentos, pré-fixações gerais ou setoriais ou "pactos" da âmbito nacional ou setorial. Procura-se argumentar que a eficácia de cada uma delas depende de condições especiais, históricas e institucionais, mais especificamente relativas à dinâmica de fixação de preços adotada na economia brasileira. Argumenta-se também e principalmente que, como as alternativas de choque envolvem altíssimos riscos se executadas sem uma correção prévia dos chamados fundamentos fiscais, os quais, no caso brasileiro, envolvem, como se sabe, amplas e profundas reformas, a melhor alternativa de política econômica no momento, se se pretende empreender um programa de estabilização em algum ponto no futuro, é a construção das pré-condições para uma iniciativa conseqüente. Apenas depois desse esforço frutificar é que o país deveria pensar em iniciativas contundentes de estabilização.

3.2 O fracasso do novo gradualismo

A maior parte dos economistas brasileiros mostrou uma simpatia cautelosa para com as políticas macroeconômicas, espe-

---

[80] *Originalmente publicado, em versão mais extensa, na Revista de Economia Política 13 (50), abril-junho de 1993, e também, em versão resumida, em "A Economia Brasileira e suas Perspectivas: APECÃO XXXII", Rio de Janeiro, APEC, 1993. Aqui reproduzido em versão resumida e atualizada.*

cialmente no terreno fiscal e monetário, praticadas pelo Ministro Marcílio Marques Moreira, ao longo de 1991. Esta surpreendente adesão ao gradualismo ortodoxo se explica pela experiência dos últimos anos, abundante em demonstrações de que alternativas de "choque" não só não funcionam quando os fundamentos fiscais estão incorretos, como deterioram ainda mais o quadro econômico que procuravam solucionar. Sem dúvida, esse desencanto da opinião pública com os planos heterodoxos anteriores, bem como como soluções aparentemente fáceis e engenhosas, invariavelmente intervencionistas e perigosas, favoreceu uma abordagem mais conservadora para a inflação brasileira.

Por outro lado, sabe-se que uma solução de profundidade para a nossa crise fiscal é um processo longo e complexo, que envolve necessariamente alterações na Constituição, bem como a regulamentação de alguns de seus artigos e, como se sabe, os espaços políticos para o encaminhamento de iniciativas neste domínio têm sido reduzidos. Diante disso, firmou-se uma nova modalidade de gradualismo redivivo, versão 1991-92, baseando-se na idéia de que seria possível atacar os fundamentos de forma gradual, ou seja, efetuar aos poucos a mudança de regime de políticas e instituições que regulam a execução orçamentária e o processo de criação de moeda.[81] Acreditava-se na noção de um círculo virtuoso segundo o qual pequenas vitórias táticas contra a inflação, produzidas pelo desaquecimento da economia, e sem o concurso de choques de qualquer espécie, gerariam mais credibilidade e novos espaços políticos para ataques renovados aos fundamentos, o que, por sua vez, daria mais credibilidade ao empreendimento produzindo novas pequenas vitórias contra a inflação, e assim sucessivamente.

Do ponto de vista analítico, o pressuposto básico desse neogradualismo era que a dinâmica de preços na economia teria se tornado predominantemente *forward looking*, de tal sorte que a memória inflacionária, ou o componente autoregressivo da inflação, teria uma influência pequena sobre a inflação corrente. Esta é, como se sabe, uma das principais

[81] A terminologia se deve a Thomas Sargent (1982).

características da alta inflação ou da hiperinflação. Uma maneira de expressar este mecanismo seria a seguinte:[82]

$$\pi(\tau) = \alpha . \pi (t-1) + (1 - \alpha) . \pi^*(\theta^*)$$
$$VF(t) = VF(t-1)(\theta + \upsilon) \qquad \text{para} \quad \upsilon(0, \sigma)$$

onde π^* é a inflação esperada, que se assume função da percepção dos agentes acerca dos fundamentos fiscais designados pelo vetor θ^*. O público apreende a natureza da política fiscal através das realizações da variável fiscal VF(t) que é grandemente determinada pelo seu passado, mas também é afetada por iniciativas do governo θ e por fatores estocásticos designados por υ. A partir dos valores realizados de $\theta + \upsilon$, o público infere (bayesianamente) sobre o processo que os gerou, ou seja sobre θ^*, e forma suas expectativas de inflação. Na verdade, existem mercados que cumprem exatamente esta função, ou seja, transacionam expectativas de forma informacionalmente eficiente. Esses mercados — tipicamente mercados futuros, de ativos financeiros e de câmbio — execem um papel coordenador importantíssimo, pois são considerados termômetros fiéis da realidade econômica, ou pelo menos do modo como os agentes econômicos a percebem.

Note-se que, numa política como a do ministro Marcílio Marques Moreira, a idéia era a de que era possível modificar gradualmente a percepção dos agentes acerca de θ^*, e que isto se expressaria nos mercados de ativos e se transmitiria para as expectativas de inflação. Note-se que o processo seria tanto mais eficaz quanto menor α, ou seja quanto mais importante fossem as práticas *forward looking* de fixação de preços. Nestas condições, as políticas ortodoxas, conquanto desfrutassem de credibilidade, seriam mais eficazes.

---

[82] Existem diversos modelos com este mesmo espírito. Veja-se, por exemplo, M. Baxter (1986) e A. Cukierman & N. Leviatan (1992).

Tabela 3.1
Metas de inflação do acordo com o FMI (para IGP-DI) e resultados alcançados (janeiro - julho de 1992, %)

	Jan	Fev	Mar	Abril	Maio	Jun	Jul	Ago
IGP	26,8	24,8	20,7	18,5	22,5	21,4	21,7	25,5
IPA-DI	27,1	25,5	19,7	17,8	21,2	20,9	22,2	27,4
IPA-DI-agric.	27,2	24,1	14,0	12,4	16,2	19,4	22,8	31,1
IPA-DI-indúst.	27,3	26,2	21,9	19,5	22,6	21,1	21,8	26,3
META*	-	23,0	20,0	17,0	14,0	12,0	10,0	-

* Implícita nos valores nominais constantes do acordo com o FMI.
Fonte: FGV.

De fato, o modelo gradualista parece ter funcionado de forma surpreendentemente eficaz até o mês de abril, como mostra a Tabela 3.1 acima, ainda que a decomposição dos índices indique que um choque agrícola favorável teve papel importante para a redução da inflação. De qualquer modo, note-se que a inflação caiu de números beirando os 30% para valores ligeiramente abaixo de 20% em um período de aproximadamente seis meses, fazendo crer que o modelo do círculo virtuoso estava funcionando. A continuar a mesma orientação, assinalavam alguns analistas, não seria despropositado prever índices de inflação próximos de 10% ao fim do ano, sem dúvida, uma vitória consagradora do novo gradualismo. Todavia, a tendência de queda inverteu-se em abril, ficando a impressão de que a reviravolta não se deveu a fatores econômicos mas à sucessão de escândalos políticos que cortou um dos elos mais importantes do modelo do círculo virtuoso: a idéia de que o acúmulo de credibilidade por parte do governo levaria a um ataque definitivo aos aspectos fundamentais da inflação. Nestas condições, a política gradualista perdeu eficácia, as expectativas se deterioraram e a inflação experimentou uma aceleração significativa.

3.3 O poder da âncora cambial

A primeira preocupação levantada pelo fracasso do novo gradualismo dizia respeito à demanda, cada mais intensa, especialmente na esfera política, mas também no mundo acadêmico, por alguma iniciativa mais decisiva, e inovadora, no tocante à inflação. Estavam sobre a mesa as possibilidades de dolarização, segundo o figurino do Plano Cavallo, ou dos *currency boards* do Leste Europeu e, alternativamente, algum aperfeiçoamento de choques heterodoxos do passado recente, possivelmente envolvendo uma alternativa ainda não experimentada, uma pré-fixação de preços e salários. No que se segue ambas as alternativas serão objeto de discussão.

No caso de dolarização, havia consenso em que inúmeras adaptações seriam necessárias para adequar os traços principais de um plano desse tipo às condições brasileiras, e a primeira delas dizia respeito à evidente diferença entre Brasil e Argentina no tocante à extensão da indexação pela taxa de câmbio. Sabidamente, no Brasil, a indexação pelo dólar era pouco disseminada e restrita a apenas alguns poucos mercados de bens exportáveis e importados, um grupo consideravelmente menor do que o grupo de bens denominados *tradables*.[83] Exportáveis e importados fazem uma percentagem pequena dos IPCs brasileiros (FIPE e FGV), restrita a bens agrícolas cujos preços no mercado interno tinham comunicação com as cotações internacionais, e possuíam uma influência maior sobre os preços por atacado, onde predominavam manufaturados cujos preços eram mais sensíveis ao mercado externo. Essa assimetria entre IPC e IPA relativamente à taxa de câmbio era bastante clara na experiência recente da Argentina, onde se verificou, nos primeiros meses,

[83] Note-se que ainda que *potencialmente* todos os produtos comercializáveis pudessem ter seus preços atrelados aos mercados internacionais, este não é o nosso caso em função do ainda baixo grau de abertura exibido pela economia brasileira, que em 1990 tinha um grau de penetração de importações (importações sobre oferta global) da ordem de 4,5%, ou seja, metade do existente na Índia!

uma pequena deflação nos preços por atacado, e uma pequena inflação pelo IPC. Na verdade, essa assimetria de comportamento entre os índices era característica de toda estabilização, e refletia inevitáveis alterações de preços relativos associadas à queda súbita da inflação[84]. Existiam dois problemas associados a estas mudanças de preços relativos: (i) a ocorrência de inflação residual, trazendo consigo o perigo de sua reverberação através de mecanismos formais e informais de indexação; e (ii) a apreciação cambial, especialmente se o programa não é muito bem sucedido desde o início, tendo em vista que, no Brasil, a influência da taxa de câmbio sobre os preços, notadamente preços ao consumidor, era muito menor que na Argentina.

Diante deste último problema, a solução freqüentemente aventada — principalmente pelos economistas de orientação mais heterodoxa — era a de que, para os preços não dolarizados, se utilizasse um expediente do tipo tabelamento e *tablita* (a fim de se expurgar a memória inflacionária), tal como se fez na Argentina para aluguéis e mensalidades escolares. É claro que, no caso brasileiro, a abrangência de um expediente desse tipo teria de ser bem mais ampla do que na Argentina, e talvez por isso mesmo a tendência entre os heterodoxos tenha sido na direção de uma pré-fixação, ou seja, a montagem de mecanismos ativos de administração de preços envolvendo alguma forma de negociação com entidades representativas provavelmente no âmbito de algum mecanismo do tipo câmara setorial. Com isso, deve-se notar que nunca menos de 35% do IPC típico ficaria livre de controles, pois estes são os preços determinados em mercados competitivos e os dos serviços, que não se sujeitam a desígnios negociais voluntaristas.

3.4 Sistemas bimonetários

Há grande má vontade entre os economistas simpáticos à dolarização, com respeito ao congelamento e à pré-fixação. "O

[84] Veja-se os Capítulo 14 e 15 adiante.

congelamento, segundo Lara Rezende, por mais ideais que sejam as condições prévias, e por mais curta que seja a sua duração, provoca problemas de toda ordem. Seu efeito mais grave ... é ... a interrupção do funcionamento do sistema de preços [q]ue não é uma estrutura rígida, mas uma teia viva de comunicação de sinais. Uma permanente agitação, que transmite um número infinito e não formalizável de informações dispersas. Informações que permitem a descoberta de preferências e possibilidades desconhecidas, que conduzem a processo contínuo de infinitas tomadas de decisões num mundo de ignorância e desequilíbrio. Os custos de desorganização dessa teia viva de informações vão muito além dos efeitos visíveis do congelamento".[85]

O problema, no entanto, é que mecanismo empregar para fazer a coordenação das expectativas, ou seja, o mecanismo para induzir a indexação pelo dólar. Uma alternativa para isto seria a da implementação de um sistema bimonetário, onde uma nova moeda percebida como de boa qualidade, se tornaria uma unidade de conta amplamente disseminada pela economia. Este é o espírito da proposta recente do *currency board*,[86] e também do Plano da Moeda Real,[87] para os quais o pressuposto básico é o de que, se os preços são estáveis com relação a uma determinada moeda forte, então que seja esta a moeda nacional. Se a economia já está dolarizada, no sentido de que todos os preços estão indexados ao dólar, trata-se de estabelecer alguma forma de padrão-ouro, ou seja, de fixar um vínculo (conversibilidade) entre a moeda nacional e o dólar. A idéia é que é possível introduzir gradualmente uma nova moeda, possivelmente conversível, e a inflação em termos desta moeda se tornaria nula por construção. É claro que não há nada de simples no mecanismo e construir artificialmente as condições que ensejaram experiências deste tipo em outros países pode ter conseqüências desastrosas. O grande problema envolvido é a possibilidade de explosão hiperinflacionária na moeda velha, uma possibilidade ilustrada na Tabela 3.2 a seguir.

---

[85] A. Lara Rezende (1991, p. 89).
[86] A. Lara Rezende (1992).
[87] F. L. Lopes (1989).

Tabela 3.2
Hiperinflações em sistemas bimonetários
(taxas de inflação mensais)

Alemanha -1923		Hungria- 1946	
Junho	137	Fevereiro	03
Julho	286	March	303
Agosto	1.162	Abril	1.811
Setembro	2.437	Maio	31.381
Outubro	32.400	Junho	8.467,105
Novembro	10.128	Julho	41.881 trilhões

Fonte: G. H. B. Franco (1991).

A Tabela 3.2 exibe as conseqüências da introdução de moedas indexadas, ou de um novo meio de pagamento de valor estável, em meio a inflações altas. O argumento pode ser resumido da seguinte maneira: sob inflação alta, a demanda por meios da pagamento foi reduzida a um mínimo altamente inelástico, de modo que se for introduzida uma quantidade adicional, terá de haver uma inflação corretiva para reduzir o valor real da oferta existente ao tamanho da demanda. Se a quantidade adicional é de um meio de pagamento melhor (por ser indexado ou conversível) toda a inflação ocorrerá na moeda pior. A moeda velha é expelida, i. e., todos querem passá-la adiante, tal como previsto pela Lei de Gresham, e sua velocidade de circulação tende a infinito, ou seja, os preços em moeda velha, também tendem a infinito. No caso brasileiro, suponhamos que a demanda por M1 seja de, digamos, 9 bilhões de dólares. Se emitimos 3 bilhões de uma moeda conversível, os 9 bilhões de moeda velha terão de tornar-se 6 bilhões para caber dentro da demanda por M1 que é igual a 9 bilhões. Para isso os preços em moeda velha terão de aumentar 50%. Se uma segunda emissão de moeda conversível for feita, também de 3 bilhões, os 6 bilhões de moeda velha em circulação terão de reduzir-se à metade, ou seja, haverá uma inflação de 100% nos preços em moeda velha. E assim sucessivamente.

Para evitar esse problema seria necessário substituir o meio de pagamento velho pelo novo, de modo a não haver excesso de demanda por moeda, e de modo a não haver risco de alguém não conseguir se livrar da moeda velha em condições desfavoráveis. É certamente possível conceber um mecanismo deste tipo tal como se fez por exemplo, na Hungria de 1946, durante certo tempo, e também na União Soviética em 1922. O passo mais importante, todavia, é o que transforma um expediente financeiro engenhoso (de concepção da nova moeda, ou título, que tenha valor estável em dólar) numa reforma monetária: fazer a conexão da moeda nova com o orçamento público. Na verdade, não é difícil inventar um título ou moeda indexada que seja confiável, e que tenha valor estável com relação ao dólar, no gênero *rentenmark*,[88] ou como moeda emitida por um *currency board*, ou um mecanismo do tipo Caixa de Estabilização (ou de Amortização) como tivemos quando o Brasil esteve sob o padrão ouro em 1906-14 e 1926-29. O passo realmente decisivo para a estabilização é o de transformar a moeda nova na moeda nacional, ou seja, quando uma conexão se estabelece entre a nova moeda e as finanças públicas. Nesse momento a moeda velha deixa de existir e a qualidade da nova moeda passa a depender da qualidade da gestão das contas públicas. Se não houve uma modificação qualitativa nesse terreno, i. e., se não houve uma mudança de regime, a moeda nova em nada será diferente da velha, e o esforço terá sido em vão.

Há grande hesitação entre os partidários de sistemas bimonetários em estebelecer prontamente o vínculo entre a nova moeda e a execução orçamentária, pois não seria possível estabelecer limites rígidos e confiáveis à sua emissão. Mas se o vínculo não é feito no momento da introdução da nova moeda, e a situação fiscal segue desequilibrada, corre-se o sério risco de uma catástrofe monetária como as da Tabela 3.2 não tanto pelo fenômeno acima descrito, mas pelo fato de que existe um déficit a financiar e a base de coleta do imposto inflacionário foi reduzida de modo que se torna ne-

[88] Veja-se o Capítulo 4 adiante.

cessária uma inflação cada vez maior para produzir o imposto inflacionário necessário para financiar o déficit.[89]

Estes riscos tendem a reduzir a atratividade da introdução de uma nova moeda indexada e, em conseqüência, elevam o interesse pela discussão de uma possível replicação do plano de conversibilidade argentino — a dolarização.

3.4 Abrasileirando o Plano Cavallo

A transposição do Plano de Conversibilidade argentino para o Brasil levanta vários problemas. O primeiro é o do poder da âncora cambial, discutido na seção 3.3, e que poderia, em tese, ser resolvido com algum mecanismo de controle de preço. Todavia, os problemas com a dolarização estão longe de esgotarem-se aí. Um outro, muito popular, é relativo ao volume de reservas internacionais necessário para manter fixa a taxa de câmbio. É preciso ter claro que não se fixa a taxa de câmbio por decreto: é preciso que o Banco Central tenha dólares nas quantidades demandadas pelos interessados à taxa em vigor. Do contrário, a desvalorização é inevitável. Numa primeira abordagem ao tema há três questões a considerar: (i) se a conversibilidade seria da base monetária, como na Argentina, ou dos meios de pagamento (M1); (ii) qual seria a taxa de cobertura; (iii) como prevenir que os ativos financeiros (CDBs, cadernetas de poupança etc) se convertam em dinheiro para, em seguida, acorrer aos guichês do Banco Central para tornarem-se dólar.

No tocante a (i) note-se, com o auxílio da Tabela 3.3, em primeiro lugar, que na Argentina fazia pouca diferença tornar conversível a base ou M1, basicamente porque o chamado multiplicador monetário era mais ou menos unitário, de modo que a base monetária era mais ou menos igual a M1. Note-se que, também em contraste com o Brasil, a distância entre o agregado financeiro mais amplo, o M3, e M1 era, na Argentina, muito menor que no Brasil.

---

[89] Na verdade, a explicação mais aceita para a explosão hiperinflacionária na Hungria em 1946 é justamente esta. Veja-se W. Bomberg & G. Makinem (1983).

Tabela 3.3
Agregados monetários, Brasil e Argentina
(milhões de dólares)

		Argentina	
	Brasil, Dez-1991	Maio 1991	Fev 1992
Base monetária	6,781	5,251	8,473
M1	11,496	4,878	8,143
Multiplicador	1.69	0.93	0.96
Ativos financeiros#	87,720	8,811	13,454

M5 no caso brasileiro (M1 mais títulos públicos, FAFs, CDBs, Cadernetas, DERs e VOBs). No caso argentino M3.
Fonte: Bacen, BCRA

Sabe-se, por outro lado, que os valores em dólares dos agregados mais restritos estão muito reduzidos em função da própria inflação. Com o fenômeno, já bastante conhecido, da remonetização, esses agregados crescem substancialmente uma vez que a inflação atinge níveis baixos. Estimar os valores prováveis desses agregados para níveis baixos de inflação é uma tarefa muito complexa. Escolher entre os agregados é importante mas não se trata meramente de escolher o que exige menos comprometimento de reservas, pois as alternativas que envolvem restrições à conversibilidade reduzem a credibilidade do experimento.

O problema (iii), ou seja, o de prevenir que M5 se transforme em M1, é mais sério, principalmente se a conversibilidade se estabelecer para M1. Em tese, não há como prevenir que a riqueza hoje alocada em ativos financeiros — FAFs, CDBs, cadernetas etc. — migre para os ativos monetários, ou seja, seja realizada no seu vencimento transformando-se em depósitos à vista. Não se trata de ativos longos, ou reais, dos quais alguém somente pode se livrar se outra pessoa os comprar. Assim, um aumento na preferência pela liquidez não reduz o estoque desses ativos em circulação, apenas seu preço se reduz. Ativos curtos, pelo contrário, extinguem-se rapidamente (alguns, como se sabe, são rolados diariamente) e com isso poderia haver uma migração de ativos financeiros para depó-

sitos à vista cujas dimensões é difícil prever. Assim sendo, a cobertura cambial necessária para garantir a conversibilidade teria de se elevar a um valor muito maior, ou seja, algo que poderia chegar, digamos, ao valor do estoque de ativos financeiros em circulação.[90] Tudo dependeria, é claro, da disposição do poupador brasileiro em possuir dólares em vez de CBDs, DERs etc. Historicamente a dolarização da riqueza no Brasil é muito pequena comparada à de outros países latino-americanos, conforme pode ser visto na Tabela 3.4. A fuga para os ativos no exterior, ou para moedas estrangeiras, é um corolário de processos de desintermediação e repressão financeira que avançaram muito mais, em outros países latino-americanos do que no Brasil. A tabela ilustra a dimensão que isso pode assumir em três países latino-americanos além do Brasil, onde esse fenômeno é muito menos grave. A tabela traz valores como proporção do PIB para a riqueza alocada em ativos financeiros domésticos, inclusive moeda, e a que está imobilizada em dólares, que se assume igual ao volume acumulado de fugas de capital que se estima ter havido nesses países, e também em ativos domésticos indexados ou conversíveis em dólar. A dolarização da riqueza não é um processo que ocorre com rapidez, e, no Brasil, a situação, nesse aspecto, ainda não é comparativamente alarmante, ainda que a a tendência nesse sentido seja inequívoca.

Tabela 3.4
Composição da riqueza financeira
(como proporção do PIB)

				Brasil	
	Argentina	Bolivia	Peru	1988	1990
Ativos financeiros domésticos (a)	9,2	6,1	10,0	41,0	23,5*
Ativos em dólar (b)	52,1	81,5	55,0	8,7	12,6

(a) M4. (b) Capital flight mais depósitos em dólar no próprio país. * Não inclui cruzados bloqueados.
Fontes: IFS, BACEN, Banco Central de Reserva del Peru, J. Williamson (1988) e M. S. B. Marques & A. Mayer (1990).

[90] Note-se, além disso, que, como percentagem do PIB, este valor de M5 não chega a 18%, já tendo chegado a 41% em 1988, e tendo uma média histórica de 30%.

Diante desses problemas, três medidas, ou combinação delas, têm sido aventadas para prevenir o colapso da conversibilidade. A primeira é simples: colocar os juros reais em valores muito elevados para as aplicações não dolarizadas, e progredir nas questões de fundamento a fim de elevar a credibilidade do programa. A segunda é uma desvalorização cambial capaz de encolher o valor em dólares do M5 a um valor consistente com as reservas existentes. A terceira possibilidade é uma conversão compulsória dos ativos financeiros em um título dolarizado mais longo, assemelhada ao BONEX argentino, ou algo semelhante ao que foi tentado no Plano Collor I.

Essas alternativas parecem nos levar de volta aos fundamentos, pois nem a segunda, nem a terceira parecem factíveis senão em conjunturas muito desfavoráveis e na presença de governos dispostos a patrocinar vastas redistribuições de riqueza com fins confiscatórios. De um modo ou de outro, é essencial que se note que, sem equilíbrio externo é temerário pensar em qualquer forma de dolarização, ou conversabilidade, mesmo de forma parcial.

3.5 Pré-fixação negociada: nova vestimenta para um velho produto

O nacional-populismo adota uma atitude crítica para com o uso da âncora cambial, em vista da reduzida dolarização dos preços domésticos, e também, e principalmente, em função de pruridos nacionalistas, e vê com simpatia o recurso a medidas intervencionistas como congelamentos e pré-fixações. Na verdade, foi entusiasticamente adotada pelo nacional-populismo a idéia de que é necessário o controle e a administração de preços como mecanismo de coordenação de expectativas e que este mecanismos devem ser acionados de forma negociada.

O que torna hoje a pré-fixação mais atrativa é a desmoralização do congelamento e a suposição que a existência de mecanismos eficazes de administração de preços permitiria uma flexibilidade no trato das expectativas que o congela-

mento estrito não teria. É preciso, todavia, não perder de vista o que está em jogo nesta discussão. Por trás de idéias sobre coordenação de expectativas estão pontos de vista muito definidos sobre a natureza da intervenção do estado na economia. Na verdade, no domínio da administração de preços e da política de competição, nossa tradição, bem expressa pelas práticas do antigo CIP, é de corporativismo e relações incestuosas entre o público e o privado. Hoje, o debate nesse tema se trava, grosso modo, entre aqueles que favorecem a reconstrução de relações de mercado e os que procuram institucionalizar e estender a teia de relações corporativas entre estado e setor privado.

Esse debate envolve muitos outros temas associados à política industrial, mas no domínio da administração de preços, um tema controverso é o da existência e alcance das chamadas Câmaras Setoriais. Criadas pela Lei nº 8.178, de 01.03.1991 (Plano Collor 2), as câmaras eram uma extensão da experiência do GEPS (Grupos Executivos de Política Setorial) criados pela Ministra Zélia Cardoso de Mello, e tinham origem mais remota nos decretos nº 2.433-35 de 1988 (a Nova Política Industrial do presidente Sarney) e nos grupos setoriais do CDI (Conselho de Desenvolvimento Industrial) e do CIP. A proposta incorporada na Lei nº 8.178 veio do PT e continha diversos elementos não incorporados na lei. As questões em discusão envolviam: (i) se haveria controle formal de preços, ou apenas persuasão; (ii) se o mecanismo seria temporário, apenas para administrar o descongelamento, ou permanente; (iii) se as câmaras seriam deliberativas ou meramente consultivas; e (iv) se tratariam apenas de preços ou de outros temas de política industrial.

Embora parecessem reproduzir o que havia de mais questionável na política industrial anterior em matéria de estímulo ao corporativismo e de privatização de funções regulatórias, a equipe do Ministro Marcílio, adotou e estendeu as câmaras para muito além do descongelamento e do controle de preços. Muitos viam nas câmaras um instrumento através do qual o controle de preços, bem como outras

formas de intervenção estatal na economia, seriam reabilitados oferecendo bases para um novo experimento de estabilização envolvendo pré-fixação e negociação. O figurino dos acordos setoriais, na linha do acordo com a indústria automobilística, seria aplicado a outros setores, permanecendo a impressão de tratar-se de exercício democrático de negociação para o bem comum, uma espécie de pacto social construído setorialmente.[91] Nada mais ilusório, como será visto a seguir.

3.6 O pacto social: uma velha panacéia

Nos últimos anos estabeleceu-se um consenso sobre a necessidade de mecanismos de coordenação de expectativas — o que se confundia, talvez indevidamente, com a noção de políticas de rendas — como um complemento indispensável ou uma condição necessária, mas não suficiente, para o sucesso de programas de estabilização.[92] A eficácia, bem como a definição precisa desses mecanismos de coordenação, todavia, é assunto bem mais controverso. Quando a economia é dolarizada, e todas as decisões de preços e salários seguem o dólar, o problema não existe e a coordenação decisória se faz automaticamente através da fixação da taxa de câmbio. Em outras circunstâncias, principalmente quando a inflação é grandemente explicada pelo seu próprio passado, os de orientação heterodoxa entendem haver necessidade de se construir algum esquema do tipo pacto social, congelamento ou pré-fixação, sendo a eficácia desse tipo de mecanismo dependente fundamentalmente do grau de adesão. Em termos da equação de preços da seção 3.1, trata-se de situações onde o parâmetro α é grande, de modo que o mecanismo de coordenação que elimine a memória inflacionária tem efeito decisivo sobre a inflação.

---

[91] Veja-se "Inflação, câmaras setoriais e o caminho", *Folha de São Paulo*, 30.03.1992, e Paul Singer, "Câmaras setoriais — pouco demais, tarde demais", *Folha de São Paulo*, 24.04.1991.

[92] Veja-se, por exemplo, R. Dornbush & M. H. Simonsen (1986).

No fundo, trata-se de um problema de decisão coletiva para a provisão de um bem público, um problema extensamente estudado no domínio das finanças públicas. Sabe-se que há uma tendência crônica de provisão a menor de bens públicos porque há um incentivo evidente à não contribuição para o seu financiamento: se quem não deseja consumir o bem público não paga por ele e como ninguém pode ser excluído do consumo do bem público, então vale à pena não aderir ao esforço coletivo de provisão. Este é o conhecido fenômeno do *free-rider*, o "carona", ou "franco atirador".

O problema é exatamente o mesmo quando se trata de adesão a um esforço de estabilização. Há incentivo para não aderir (não se sujeitar a um congelamento, por exemplo) principalmente quando muitos aderem e, portanto, algum consumo do "bem público" se torna possível (a inflação cai), o indivíduo que não aderiu não pode ser excluído do "consumo" do bem público e o efeito da não adesão não é importante para o resultado do esforço coletivo (pelo menos quando visto do ponto de vista do indivíduo).[93] Na verdade, mostra-se que este incentivo à não cooperação é tanto maior quanto o tamanho da comunidade envolvida,[94] um problema especialmente sério em se tratando especificamente do problema do combate à inflação.

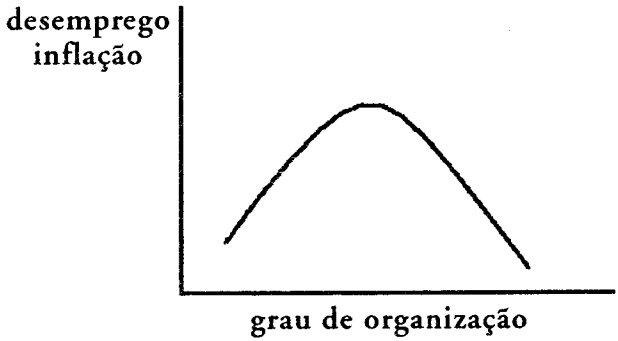
A literatura acadêmica relativa a este assunto explorou bastante a associação entre o grau de organização de uma determinada comunidade e o grau de adesão a um esforço de estabilização.[95] Baseando-se na idéia de que quanto mais organizada uma sociedade é, menor seria o número de agentes a negociar a provisão do bem público e, portanto, menor o

[93] O fenômeno, entendido em seus contornos mais gerais, foi extensamente estudado pelo livro clássico de M. Olson (1965). Para uma discusão mais completa do assunto vejam-se os Capítulos 14 e 15 adiante.

[94] Veja-se o Capítulo 15 para uma demonstração e também M. H. Simonsen (1989).

[95] A noção de grau de organização, ou do conjunto de atributos que compõem a capacidade de responder positivamente a iniciativas de coordenação, difere de autor para autor. Mais comum é a noção de grau de centralização nas negociações salariais.

espaço para *free-riders* e melhores as chances do programa de estabilização funcionar. O grau de organização[96] seria determinado por atributos como extensão da sindicalização, federalização sindical, e uma extensa gama de características institucionais de diferentes sociedades. *Grosso modo,* o resultado das investigações empíricas sobre sucesso de programas de estabilização e grau de organização confirma a existência da curva abaixo:



A curva descreve a experiência macroeconômica de diferentes países em resposta a choques externos dos anos 70. A explicação para a curva é a de que as sociedades muito desorganizadas não enfrentam muitas dificuldades em programas de estabilização de caráter mais ortodoxo, porque são sistemas sociais onde a disciplina dos mercados é dominante (EUA). No outro extremo, sociedades muito organizadas (países escandinavos) têm sucesso com esquemas do tipo pacto social. O pior dos mundos se observa nas sociedades intermediárias nas quais o grau de organização não é suficientemente alto para garantir adesão, e nem suficientemente baixo para deixar operar a disciplina dos mercados. Este é exatamente o caso brasileiro. Nossos pactos sociais não funcionam em função do baixo nível de adesão. Como a maior parte da economia, tanto do lado empresarial quanto do lado

[96] A literatura nesse assunto é muito extensa. Um trabalho recente trazendo um sumário de outros trabalhos nessa área é o de D. Soskice (1990). Para um sumário recente veja-se C. C. A. Matos (1994).

trabalhista, não pode ser apropriadamente representada na mesa de negociação, a tendência dos interlocutores, que necessariamente representam minorias, é adotar posturas irresponsáveis cujo ônus conseguirão sempre jogar sobre os ombros dos grupos ausentes.[97] Este é o pacto inflacionário: o melhor acordo é aquele onde todos ganham e para que isto seja possível é necessário que haja uma massa desorganizada fora do acordo, para os quais os custos sejam remetidos. As entidades organizadas recompõem supostas perdas que todos repassam adiante para os de fora e ao governo resta a única coisa que torna consistentes os pleitos: a inflação, ou seja, a tributação muda de uma categoria incapaz de mobilização, os detentores de moeda.

Na formulação mais genérica do problema da provisão do bem público, Mancur Olson argumenta que somente a coerção pode suplantar os incentivos perversos que existem para a provisão do bem público; e coerção, quando se trata de programas de estabilização, significa congelamento ou préfixação, ou seja, algum esquema de adesão compulsória e que envolve penalidades para *free-riders*. No Brasil, esquemas coercitivos no sentido de Olson foram implementados em todos os nossos choques e é lícito dizer que sempre funcionaram de forma razoável no primeiro momento. Esta eficácia foi diminuindo, todavia, e hoje prevalece a sensação de que esses esquemas coercitivos atingem um universo muito restrito de preços. A desmoralização do instrumento se deve em primeira instância ao seu mau uso, mas também à transição operada nos mecanismos de fixação de preços na economia brasileira nos últimos anos. Quando regras de fixação de preço *backwards looking* e regidas pelo sistema oficial de indexação eram extensamente adotadas (era grande o parâmetro α), o poder coordenador de instrumentos coercitivos no sentido

[97] Note-se que não se trata de irresponsabilidade *strictu senso* da parte de líderes sindicais e patronais, mas da postura mais racional em função de seus interesses dado que existe incerteza sobre como a grande massa de consumidores, contribuintes, e trabalhadores fora do acordo vai reagir ao que for decidido, principalmente se o acordo for altruísta.

de Olson era muito grande. Quando as regras de preço se tornam quase que universalmente *forward looking*, a economia se tornou de fato desindexada, e por conta disso o poder coordenador de instrumentos como o congelamento e a préfixação se tornou consideravelmente menor. Isto significa, em termos da equação de preços da seção 3.2, que mecanismos de coordenação são mais eficientes quanto maior o parâmetro α e que embora isto possa ter sido o caso no passado não muito remoto, a experiência de cinco choques e da hiperinflação mudou a dinâmica de determinação de preços na economia brasileira talvez de forma irreversível. Com isso, a impressão que se tem é que o Brasil se tornou uma economia mais desorganizada (no sentido da curva acima) e por isso mesmo desenvolveu certa imunidade a mecanismos de coordenação decisória e talvez mais sensibilidade às políticas ortodoxas de estabilização.

4. O Milagre do *Rentenmark*
Uma experiência bem-sucedida com moeda indexada[98]

4.1 Introdução

O agravamento da inflação brasileira nos últimos anos deu origem a um bom número de propostas criativas de estabilização, algumas das quais envolvendo a introdução de uma moeda indexada. Dentre estas destaca-se a chamada proposta Larida[99] bem como a proposta da "Moeda Real" de autoria do professor Francisco Lopes.[100] Em boa medida em ambos os casos foi observado que se tratava de recriar os mecanismos observados durante as hiperinflações clássicas, vale dizer, a maciça migração dos portadores de riqueza para um título indexado que poderia funcionar como meio de pagamentos, seguida do desaparecimento da moeda "velha". Os mecanismos subjacentes a estes planos têm sido extensamente discutidos, sendo que nada pode ser mais ilustrativo nesse sentido do que o exame das poucas experiências conhecidas com moeda indexada. A experiência da Hungria, em 1946, tem sido freqüentemente examinada com este espírito, mas a experiência alemã, muito mais importante e muito mais bem sucedida, tem sido pouco aludida no contexto dessa discussão específica. Este ensaio procura justamente discutir a

---

[98] *Originalmente publicado em inglês, sob o título "The rentenmark 'miracle' "em Rivista di Storia Economica, Second Series, Volume 4 (international edition) 1987 e depois reproduzido na coletânea "Monetary Regime Transformations" editada por Barry Eichengreen para a Edward Elgar Reference Library, Londres, 1992. A versão aqui reproduzida é a original, apenas ligeiramente adaptada, tal como foi publicada em português na Revista Brasileira de Economia 43 (3) setembro de 1989. Em versões anteriores, o ensaio se beneficiou de comentários de Barry Eichengreen, Jeffrey Sachs, Lance Taylor, Susan Vitka, Francisco L. Lopes, Marcelo de Paiva Abreu e dos membros do Economic History Worshop em Harvard.*

[99] Veja-se A. Lara Resende & P. Arida (1985).

[100] F.L. Lopes (1989).

experiência alemã com moeda indexada — o *rentenmark* —, esclarecendo as várias facetas do experimento.

Lionel Robbins referiu-se certa vez à inflação alemã como "o fenômeno mais extraordinário de seu gênero na história",[101] e a julgar pela extraordinária quantidade de estudos sobre o assunto, o mesmo pode ser dito sobre o fim da hiperinflação alemã. A estabilização em novembro de 1923 é freqüentemente referida como um "milagre",[102] o que denota basicamente que o episódio não foi devidamente compreendido, especialmente no que se refere à natureza e ao funcionamento da experiência monetária representada pelo *rentenmark*, ou seja, no tocante ao funcionamento de uma moeda indexada. De fato, nunca se apresentou uma justificativa suficientemente adequada que explicasse a ampla aceitação do *rentenmark* como uma moeda de "valor-constante" pelo povo alemão em novembro de 1923. Tradicionalmente, supõe-se que esse "milagre" ocorreu em função de um limite imposto sobre a emissão desses *rentenmarks*, que obrigaria o governo a "viver dentro de seus próprios meios", com isso caracterizando o que tem sido chamado de uma "mudança de regime".[103] Contudo, deve-se atentar para o fato de que este limite não era efetivo uma vez que o *rentenmark* mantinha uma taxa de câmbio fixa em relação ao marco "antigo" que não foi nem desmonetizado nem sujeito a qualquer limite pela reforma econômica. Assim sendo, parece claro que o velho enigma permanece sem solução.

Esse artigo procura examinar o experimento a partir de um exame do extraordinário impulso dado à indexação, sua posterior degeneração num processo de "dolarização", e nas inovações monetárias geradas pela explosão inflacionária. Esses eventos são recapitulados nas próximas seções, nos quais também apresentamos uma análise da experiência com

---

[101] No prefácio a C. Bresciani-Turroni (1937).

[102] Essa expressão tem sido usado por diversos autores, por exemplo: G. Stolper (1940, p. 164) e C. Bresciani-Turroni (1937, p. 336).

[103] Especialmente T. Sargent, (1982, p. 83 e K. L. Holtfrerich (1985, p.134).

as moedas de "valor-constante" e do mecanismo que tornou o *rentenmark* uma moeda de "valor-constante", assim como do processo pelo qual sua emissão permitiu a estabilização da taxa de câmbio. A última seção aborda de maneira mais abrangente o papel desempenhado pelo *rentenmark* na estabilização da economia alemã e a controvérsia existente sobre o término da hiperinflação.

4.2 Indexação e "Dolarização"

As hiperinflações da década de 1920 ocorreram em países que nunca haviam experimentado sequer taxas moderadas de inflação. As inflações relativamente pequenas ocorridas durante a guerra foram consideradas tão excepcionais e transitórias quanto a própria guerra. Por isso mesmo as instituições econômicas nesses países tiveram de se modificar de forma muito rápida e drástica, de modo a permitir aos agentes econômicos desenvolverem mecanismos de defesa contra a inflação. Entre estes, foram especialmente significativas a redução dos prazos e o virtual desaparecimento de contratos e obrigações não indexados, e a difusão de mecanismos de indexação, cada vez mais vinculados a moedas estrangeiras, em praticamente todo tipo de transação. A disseminação da indexação salarial na Alemanha ocorreu dentro de um bem estruturado e amplamente aceito sistema de negociação coletiva que alcançava cerca de 14 milhões de trabalhadores, representando 84% da força de trabalho na agricultura, indústria e comércio.[104] Os contratos coletivos se adaptariam ao ambiente inflacionário de duas maneiras básicas: primeiro,

[104] Internacional Labor Office (1925, pp. 44-45) e C. Bresciani-Turroni (1929, p.375). Os acordos coletivos juntamente com um acelerado processo de sindicalização ocorreram durante e imediatamente após a guerra. Em 1914 cerca de 2,5 milhões de trabalhadores eram sindicalizados, enquanto em 1920 esse total foi aumentado para 9,1 milhões. Os contratos coletivos cobriam apenas 1,4 milhões de trabalhadores em 1914, mas cobririam 6 milhões em 1920 e mais de 13,1 milhões em 1924. Cf. G. Bry (1960, pp. 32 e 42).

as cláusulas salariais começaram a ser definidas independentemente do resto do contrato, acelerando consideravelmente o processo de negociação coletiva; e segundo, o período coberto pelas cláusulas salariais seria progressivamente reduzido. Antes da guerra, os contratos e suas respectivas cláusulas salariais duravam, de uma maneira geral, cerca de um ano. No ínicio de 1921 esses prazos foram reduzidos para uma média de um a três meses; posteriormente, em 1922, os contratos raramente eram firmados para mais do que uma semana ou uma quinzena.[105] Nos últimos estágios do processo, há relatos sobre salários sendo renegociados diariamente; a negociação coletiva era então descrita como "contínua".[106]

A generalização da indexação foi, de ínicio, dificultada pelo fato de não existir um índice confiável de custo de vida, o que se revelou um problema de caráter institucional de certa complexidade. Apenas em fevereiro de 1920 um índice oficial de custo de vida seria introduzido. Antes disso, as negociações trabalhistas eram conduzidas com base numa multiplicidade de índices privados calculados por federações, indústrias e sindicatos específicos e autoridades locais. Muito freqüentemente, a discussão sobre a metodologia a ser utilizada na elaboração do índice terminava confundindo-se com as próprias questões trabalhistas em discussão. Os índices oficiais foram revistos e aperfeiçoados de diversas formas na medida em que se tornaram necesários para a implementação de grandes acordos coletivos envolvendo cláusulas de escala-móvel. Além disso, freqüentemente os trabalhadores eram compensados pelos atrasos salariais através de medidas complementares tais como: controle de aluguel, subsídios diretos à alimentação, abonos em espécie e auxílio família.[107]

A disseminação da indexação salarial na agricultura revelou-se mais fácil do que na indústria. Escalas salariais

---

[105] International Labor Office (1925, p. 46), F. Sitzler (1924, p. 646), e G. Bry (1960, p. 224).
[106] G. Bry (1960, p. 225).
[107] International Labor Office (1925, pp 48-53, 95-96 e 121).

móveis na agricultura foram facilmente adotadas nos casos em que prevaleciam salários em espécie. A escolha do índice ou da cesta de produtos nas quais seria baseada a indexação era também mais simples para os trabalhadores rurais. Por exemplo, na Pomerânia e outros distritos agrícolas, o preço do centeio, com freqüência associado com o da batata, era geralmente utilizado para indexar pagamentos salariais. Deve-se observar, no entanto, que a maioria dos salários eram ainda pagos em espécie nesses lugares.[108]

De qualquer modo, a flexibilidade, então revelada pelo mecanismo de livre negociação, tornou desnecessária a ação do governo no sentido de patrocinar mecanismos compulsórios de indexação tal como em circunstâncias análogas na Austria e Polônia.[109] O Ministério do Trabalho alemão empenhou-se ao máximo para aperfeiçoar e acelerar os processos de livre negociação coletiva, mas muitas vezes expressava seu descontentamento com reajustes, segundo julgava, "puramente mecânicos" dos salários. As justificativas do Ministério do Trabalho para sua aversão ao sistema de escala móvel — além do fato desse sistema não dar margens para ajustes baseados nas condições peculiares de cada ramo industrial e da situação econômica em geral, e de ser "inflacionário" — tomavam como base o interessante argumento de que os salários em um dado instante de tempo não podem, *a priori*, ser considerados como corretos, tanto em termos absolutos quanto em termos relativos, e não deveriam ser perpetuados por um sistema automático de ajuste.[110]

Em meados de 1923, todavia, a taxa de inflação alcançou níveis tão altos que se tornou praticamente impossível estabelecer contratos nominais a não ser para períodos muito breves. O Ministério do Trabalho sugeriu então a adoção do sistema de salários-ouro, e logo em seguida um amplo acordo entre trabalhadores e empregadores estabeleceu uma versão aperfeiçoada da proposta governamental: um sistema

[108] F. Sitzler (1924, p. 650).
[109] Ver J. Sztrurm de Sztrem (1924).
[110] Conforme reproduzido em F. Stizler (1924, p. 619).

de contratos totalmente indexados pela taxa de câmbio referentes a um período 4 a 8 semanas.[111] Conforme relatado por um observador "os salários-ouro foram adotados de uma maneira tão rápida e generalizada à medida que o marco se estabilizava. A mudança se iniciou nas grandes cidades que foram as primeiras a ter uma oferta razoável de moedas estrangeiras e nacionais de valor-constante, a partir de dezembro de 1923 a medida se estendeu por todo os país".[112]

Em essência, a adoção oficial do sistema de salário-ouro representou o reconhecimento oficial da prática já amplamente disseminada de se cotar valores reais com base em um indexador. Esta medida contribuía para acentuar a tendência já bastante avançada de a moeda nacional perder sua função de unidade de conta, apesar de os pagamentos continuarem a ser feitos em marcos depreciados. De acordo com um relatório da época sobre indexação salarial, isso caracterizou "a dissociação das duas funções da moeda, como unidade de conta e como de meio de pagamento".[113] É interessante considerar, além disso, que diversos indexadores foram empregados, mas a taxa de câmbio era a escolha mais freqüente, uma vez que se encontrava disponível em bases diárias, e também em função de sua correspondência com padrões de medida monetária anteriores a guerra (o marco-ouro), além de seu importante papel numa economia com intensas relações com o exterior.[114] "Dolarização" foi o termo adotado para caracte-

---

[111] A proposta governamental e a proposta afinal adotada estão reproduzidas em F. Sitzler (1925) e em Internarional Labor Office (1925, apêndice).

[112] F. Stitzler (1925, p. 659). Deve-se também destacar que a aceleração do proceso inflacionário fez com que surgissem vários mecanismos complementares à indexação salarial tais como: pagamentos adiantados das prestações, pagamento parcial do salário em espécie e concessão de privilégios como auxílio de alimentação, vestuário e carvão. Cf. G. Bry (1960, pp. 224-25).

[113] International Labor Office (1925, p.74).

[114] Veja-se H. Shacht (1927, p. 66). C. Bresciani-Turroni (1937, p. 342) assinalou que "no verão de 1922... as mais importantes indústrias, uma atrás da outra, adotaram a prática de expressar preços em moedas estrangeiras (dólar, franco suíço, florins holandeses, etc.) ou marco-ouro". De

rizar esse processo, e sua evolução na Alemanha, descrita minuciosamente por Gerald Merkin (1982), muito se assemelha àquelas observadas em outras hiperinflações.[115] É importante observar nesse sentido que em uma economia inteiramente dolarizada a taxa de inflação em marcos perde significado dado que todas as transações econômicas.são indexadas ou designadas em moedas estrangeiras. Na verdade a "dolarização pode ser vista como "um meio de reduzir a da taxa de inflação economicamente relevante".[116] Mais especificamente, observou-se que "a taxa de inflação em dólar declinou bem antes da estabilização das taxas em termos de moeda nacional. Nas fases finais de hiperinflação a moeda nacional praticamente desapareceu e todas as transações eram realizadas em moedas estrangeiras. Nesse ponto, provavelmente a melhor medida efetiva de taxa de inflação era a taxa de desvalorização cambial".[117]

4.3 As moedas de "valor-constante"

A "dissociação" anteriormente mencionada, entre as funções de meio de pagamento a unidade de conta foi a chave das inovações monetárias introduzidas durante a hiperinflação alemã. Uma "moeda" como o marco-ouro, por exemplo, funcionava apenas como moeda "contábil" dado que podia ser chamada de "moeda" somente na medida em que de-

---

acordo com J. Angell (1932, p. 22), em 1923 "a depreciação tornou-se tão rápida que os preços em muitas lojas eram ajustados de acordo com as taxas de câmbio a cada uma ou duas horas, e eventualmente eram definitivamente cotados em moedas estrangeiras". Por fim, "o dólar... tornou-se o padrão de valor e o fator determinante na fixação dos preços". Cf. F. Ringer (1969, p. 80). Muitos outros relatos desse tipo podem ser encontrados em W. Guttman & P. Meehan (1975).

[115] Indicações quanto à dolarização em outras hiperinflações podem ser encontradas em J. Van Walrés de Bordes (1924, pp. 176-78); P. Robin (1932, p.17); M. H. Heilperin (1931, p. 94); W. Landau (1983, p. 515); M. Mitzakis (1925, pp 164-77).

[116] S. Fischer (1982, p. 296).

[117] F.L. Lopes (1986).

sempenhava a função de unidade de conta. É claro que notas poderiam ser emitidas correspondendo a marcos-ouro, e nessas circunstâncias o problema se tornaria o de assegurar a estabilidade do preço desse "ativo", ou seja, o de assegurar que esse "ativo" desempenhasse também funções de reserva de valor. Essas notas seriam essencialmente promessas de pagamento que poderiam ser lastreadas, ou conversíveis, em ouro, na base de 100% ou em outra proporção aceitável. Porém, nada implica que essas promessas ou débitos sejam conversíveis em ouro. Essa é a essência do conceito de moeda fiduciária, o principal aspecto desses débitos é que eles podem ser transformados em poder de compra sobre bens e serviços independentemente de sua conversibilidade em alguma outra mercadoria ou ativo (com o qual, em última instância, a promessa seria saldada). Isso significa fundamentalmente que uma dívida indexada seria tão boa quanto uma dívida saldada na mercadoria cujo preço fosse tomado como indexador. O que implica, por exemplo, que se a taxa real de câmbio é constante, os títulos indexados ao índice de preços por atacado deveriam ter preços em ouro (dólar) constantes. Esse é o princípio fundamental sobre o qual se baseavam os empréstimos alemães lastreados em termos de "valores físicos", como será mostrado a seguir.

Diversos tipos de moedas privadas e semioficiais existiram durante a hiperinflação alemã. Em 1922,[118] por exemplo, foi fundado o Roggenentebank que emitiu sua primeira letra de câmbio denominada em centeio em dezembro de 1922. No início de 1923 diversas entidades — municipais, estaduais e de utilidade pública — começaram a emitir empréstimos denominados em *commodities* como o centeio, carvão e outros como apresentados na Tabela 4.1, mas cotados em marcos de acordo com a cotação diária dessas *commodities.*

---

[118] H. Schacht (1927, p. 78). Veja Tabela 4.1. Em julho de 1922, o governo estabeleceu uma legislação autorizando e regulamentando a emissão de moedas privadas conhecidas por "moedas de emergência" ou *notgeld,* Republic of Germany (1924, p. 67).

Esses "títulos de dívida" eram emitidos em pequenas denominações de forma a circular como meio de pagamento, o que era efetivamente seu principal propósito. Por exemplo, a emissão de Oldenburg, mostrada na Tabela 4.1, constituía-se de títulos cotados em marcos mas equivalentes a 125 kg de centeio e que seriam resgatados em quatro anos em marcos equivalentes a 150 kg de centeio, o que representa uma taxas de juros simples de 5% ao ano pagável no resgate. Da mesma forma a companhia responsável pelo fornecimento de energia elétrica da província de Baden emitiu seus empréstimos em "valores-carboríferos" em títulos equivalentes 1/2, 1, 2, 5 e 10 toneladas de carvão cotados e resgatados em marcos de acordo com a média de preços do carvão no semestre que antecede o pagamento.[119] Seguiram-se muitas emissões silimilares: muitos outros empréstimos baseados nas mais diversas *commodities* (trigo, potássio, linhita, açúcar, cevada e até mesmo quilowatts) foram emitidos.[120]

Tabela 4.1

Alemanha : empréstimos em valores materiais , 1922-1923
(conforme cotações da Frankfurt Gazzette de 12 de Agosto de 1923)

Número	agente emissor	mercadoria	valor em dólares	data da subscrição
1	Roggenrentenbank	centeio		
	série I		400.000	Dez. 30,1922
	série II		400.000	Fev. 5
	série IIIa		400.000	Abril 25
	série IIIb		130.000	Maio 5
	série IV		114.000	Jun. 7
2	Oldenburg State Bank	centeio	220.000	Jun. 1
3	Estado de Macklemburgo	centeio		

[119] K. Helfferich (1927, pp. 509-510).
[120] H. Schacht (1927, p. 78), P. M. Robert (1926, p.101) e R. R. Kucznysky (1923, p. 764).

	série I		50.000	Dez. 31,1922
	série II		70.000	Maio 24
4	Estado da Prússia	centeio		
	série I		230.000	Maio 18
	série II		244.000	Maio 25
5	Estado de Anhalt	centeio	40.000	Abril 23
6	Cidade de Berlim	centeio	53.000	Jun. 16
7	Cidade de Dresden	centeio	32.000	Jul. 18
8	Cidade de Gottingen	centeio	10.000	Jul. 1
9	Cidade de Bernburg	centeio	4.900	Mar. 23
10	Estado da Saxônia	centeio	500.000	Jun. 28
11	Distrito de Sandershaausen	centeio	70.000	Mar. 31
12	Igreja Evangélica da Turíngia	centeio	30.000	Mar. 31
13	Igreja Evangélica de Anhalt	centeio	18.000	Mar. 26
14	Cidade deHannover	trigo	30.000	Jun. 18
15	Cidade de Aschorsleben	trigo	12.000	Abril 23
16	Badenwerk	carvão		
	série I		650.000	Fev. 10
	série II		650.000	Mar. 10
17	Grosskrafwerk Mannhein	carvão	420.000	Fev.13
18	Estado de Westfália	carvão		
	série I		490.000	Maio 12
	série II		490.000	Jun. 23
19	Cidade de Breslau	carvão	240.000	Abril 20
20	Cidade de Zwickau	carvão	100.000	Mar. 5
21	Estado da Saxônia	linhito		
	série I		500.000	Fev. 10
	série II		500.000	Mar. 10
22	Estado de Hessen	linhito	65.000	Abril 15
23	Badenbürgishe Kreis Elektric.	linhito	120.000	Mar. 17
24	Mitteldeutschland-Cassel Elektric.	linhito	350.000	Fev.

25	Stadtischenlicht	coque		
	Wasserwerke			
	série I		n.d.	Fev.15
	série II		n.d.	Fev. 28
26	Cidade de Goppingeen	coque	n.d.	n.d.
27	Estado da Prússia	potassa		
	série I		230.000	Maio 14
	série II		520.000	Maio 25
	série III		520.000	Jun. 12
28	Rheniland-Main-			
	Donau	ouro	500.000	Abril 18
29	Neckar	ouro	250.000	Maio
30	Suddeutsche Fesvertband			
	Stüttgart	ouro	365.000	Jul. 7
31	Schleswig-Holsteinische			
	Elektrizit.	ouro	66.500	n.d. (cont.)
32	Bayer Grosskra-			
	ftwerke	ouro	n.a.	Jun. 20(cont.)
33	Estado de Hamburgo	libras	4.326.500a	Agosto
34	Cidade de Lübek	coroas suecas	530.312b.	Outubro

TOTAL 14.741.212

Fontes e observações: (a) Convertidos em dólares pela taxa de 4.3265 para a libra esterlina. (b) Convertido pela taxa de 3.7744 coroas suecas para o dólar. (c) 1923, exceto quando especificado. Compilado de dados de J. M. Robert (1926) pp. 94-104 .

Os valores desses títulos permaneciam mais ou menos constantes ao longo do processo inflacionário alemão dado que sua posse equivalia a manter mercadorias que geralmente tinham seus preços cotados em dólar no mercado internacional. Deve-se observar que esses títulos não eram conversíveis nessas mercadorias, que, por sua vez, serviam apenas para proporcionar um índice de preços pelo qual os títulos eram indexados, os pagamentos eram feitos em marcos com base na cotação diária da mercadoria de referência. Na verdade, esses empréstimos representavam uma forma muito interessante de título indexado, e sendo reserva de valor e meio de

pagamento circulavam sem restrições como moeda, mas com uma característica extremamente importante que era a estabilidade do seu valor. De acordo com Schacht essa experiência "expandiu-se espontaneamente pelo curso natural dos acontecimentos, os empréstimos obtiveram grande popularidade, pois não eram afetados pelas flutuações de preços das referidas *commodities*, e a prática de expressar os valores em termos de *commodities* obteve uma grande aceitação".[121]

O governo estava atento a este processo e percebeu aí a oportunidade de obter recursos para apoiar a sustentação da taxa de câmbio iniciada em março em função da chamada resistência passiva no Ruhr.[122] Assim sendo, o governo alemão decidiu emitir um empréstimo de "valor-constante", denominado em dólar, com propósito de obter divisas estrangeiras para o esforço de sustentação do marco.[123] Este empréstimo-ouro representou um avanço sobre os empréstimos em "valores físicos", pois seria diretamente indexado ao dólar e por certo funcionaria como reserva de valor e meio de pagamento, assim como unidade de conta. Assim sendo, esses títulos apresentavam todas as características de uma moeda, além de serem estáveis. Todavia, o governo emitiu esses empréstimos com valores de face muito elevados, o que os tornou inadequados para exercer funções de meio de pagamento. Esse empréstimo foi considerado um fracasso também porque não se obteve com ele um acréscimo muito significativo das reservas internacionais: somente metade do total de 50 milhões de dólares emitidos foram subscritos imediatamente, e as reservas internacionais encontravam-se nesse período em torno de 240 milhões de dólares.[124]

---

[121] H. Schacht (1927, p.78).

[122] Paralelamente à estratégia da resistência passiva, o governo alemão decidiu empregar as reservas do Reichsbank até aqui intocadas para estabilizar o câmbio. O movimento surgiu como uma última tentativa de vencer pela persistência a França e para ganhar a adesão dos Britânicos para a causa alemã, que aliás insistiram que o Reichbank usasse suas reservas para evitar a desvalorização do marco por algum tempo. Cf. C. Maier, (1975), p. 366).

[123] Republic of Germany (1924, p. 72).

[124] Segundo Havenstein citado por C. Maier (1975, p. 367).

Entretanto, um decreto (a Lei das "Moedas de Emergência") autorizou aos bancos emitirem suas próprias moedas de "valor-constante" ou *wertbestandiges* lastreados por esses empréstimos-ouro. Assim caberia aos bancos reduzir as denominações do empréstimos-ouro oficial através da emissão de seus próprios *wertbestandiges.*

Em agosto o governo decidiu repetir a experiência, mas desta vez o propósito não era obter divisas estrangeiras para apoiar o esforço de sustentação do marco: a verdadeira intenção já se aproximava da idéia de uma reforma monetária.[125] Este novo "empréstimo" tinha valores tão baixos como 1/10, 1/4, 1/2, 1, 2, e 5 dólares, além de outros valores maiores. O total emitido foi de aproximadamente 120 milhões de dólares, um volume aproximadamente tão grande quanto o valor em ouro moeda em circulação no período.[126] Cerca de 72 milhões do total emitido correspondiam a subscrições de títulos de pequena denominação. Note-se também que pouco tempo depois o sistema ferroviário emitiu um empréstimo "valor-constante" em torno de 40 milhões de dólares lastreados em empréstimos-ouro ou Títulos-Ouro do Tesouro especialmente criados para servir de garantia para estas novos *wertbestandiges*[127]

---

[125] O empréstimo foi emitido em 14 de agosto: e nesse período o plano de reforma monetária de Helfferich, que seria posteriormente implementado, já tinha chamado a atenção de Cuno, J. G. Williamson (1971, pp. 386-87) e K. Helfferich (1924).

[126] Em julho o valor total emitido de notas do Reichsbank era de 131 milhões de dólares, Cf. J.P. Young (1925, vol. I, pp 537-38).

[127] Ver Republic of Germany (1924, pp. 57, 68 e 72).

Tabela 4.2
Alemanha : Composição aproximada da oferta de moeda novembro & dezembro de 1923 (milhões de dólares)

	Novembro 15	Dezembro 15
Wertbestandiges privados	14.71	30.02
Notas do empréstimo ouro[3]	65.6	113.0
Notas do sistema ferroviário	2.4	33.8
Moedas estrangeiras[2]	440.0	440.0
Rentenmarks[2]	-	199.4
Total de notas "de valor estável"	522.7	816.6
Moeda comum[3,4]	41.2	125.8
TOTAL	563.9	942.4

Fontes e observações: (1) Da Tabela 7-1. (2) Estimativas, ver texto. (3) De Republic of Germany-Krieglastenkommission (1924) p. 20. (4) Inclui notas do Reichsbank e *notgeld* sem cláusulas de "valor estável".

É interessante observar a composição da oferta monetária, entendida como o conjunto de todos os ativos monetários que desempenham a função de meio de pagamento, apresentada na Tabela 4.2. Os *wertbestandiges* privados experimentaram um enorme *boom* logo após o governo ter autorizado as emissões privadas, porém existe pouca informação sobre o seu volume em circulação ao final de 1923. Consideramos na Tabela 4.2 o valor total dos 14,7 milhões de dólares mencionados na Tabela 4.1 e uma estimativa *ad hoc* de 30 milhões de dólares para dezembro. O volume de empréstimos-ouro e do sistema ferroviário registrou um intenso crescimento dado que uma parte substancial das subscrições foram feitas nesse período. As moedas estrangeiras apontadas nessa tabela são uma estimativa assentada na seguinte análise: o historiador alemão C. L. Holtfrerich reporta uma estimativa entre 476,4 milhões e 714,6 milhões de dólares, e Bresciani-Turroni apresentou algo em torno de dois valores

muito distantes, ou seja, 120 milhões e 950 milhões.[128] De acordo com os dados do balanço de pagamentos recolhidos pela Liga das Nações, um volume de aproximadamente 286 milhões de dólares de divisas foi "exportado" entre 1924 e 1925. Isso correspondia a uma parte substancial do estoque de divisas estrangeiras sob a forma de reservas internacionais ou em circulação no final de 1923 na Alemanha. A maior parte dessas reservas apareceu nas estatísticas do balanço de pagamentos para os anos posteriores como saídas não explicadas, as quais totalizaram 176 milhões de dólares em 1925.[129] A Tabela 4.2 apresenta uma estimativa conservadora de 450 milhões de dólares. Por último, essa tabela inclui o *rentenmark* que era uma moeda de "valor-constante", como será explicado mais adiante.

Um fato interessante a destacar na Tabela 4.2 é o insignificante valor do estoque de marcos em circulação no início do período de estabilização. Embora, em 1922, os diversos substitutos de moeda nacional estivessem longe de permitir o seu abandono, em outubro de 1923, após o empréstimo-ouro de agosto, seria observado que "o Reich pode declarar oficialmente o abandono do marco".[130] A disseminação de moedas estáveis, e o notável crescimento da circulação de moedas estrangeiras marcaram a destruição total da moeda nacional, que já havia perdido suas propriedades monetárias de reserva de valor e unidade de conta, e nesse momento perdia até mesmo sua função como meio de pagamentos.[131] As conseqüências dessa "fragmentação do universo monetário"[132] no tocante à evolução da inflação alemã podem ser vistas na Tabela 4.3.

---

[128] K.L. Holtfrerich (1985, p. 125); Bresciani-Turroni (1937, p. 345). Ver tamb;em H. Shacht (1927, p. 106) e W. Baumgartner (1925, p. 95).
[129] League of Nations (1927, pp. 81-90).
[130] R.R.Kuczynski (1923, pp. 766-69).
[131] Ver. J. Robinson (1938, p. 512) e J. M. Keynes (1923, p. 50).
[132] A. Orléan (1979, p. 534).

Tabela 4.3
Taxas mensais de inflação e depreciação cambial, 1923 (%)

meses	preços ao consumidor	preços por atacado	taxa de câmbio
janeiro-março*	69	59	49
abril-junho*	44	67	81
junho	100	132	137
julho	395	221	285
agosto	1.459	1.208	1.162
setembro	2.460	2.035	2.432
outubro	24.280	24.432	29.607
novembro	17.865	8.600	10.121

* média mensal para o trimestre. Fonte: C. L. Holtfrerich (1986, p. 24-33)

A tabela mostra que a inflação alemã parece entrar em uma trajetória explosiva a partir de junho, que é justamente o momento quando as moedas indexadas privadas e oficiais começam a se disseminar em grande escala. Com efeito, a dinâmica do processo parece se modificar neste momento, a partir do qual, ao que tudo indica, o marco-papel se torna uma "batata quente" ou um "mico preto" que os agentes apenas aceitariam em troca de bens e serviços com ágios verdadeiramente explosivos.

4.4 O *rentenmark*

Em junho de 1923 a extraordinária dimensão que alcançou a inflação e perspectiva de completo colapso econômico do Reich obrigou o governo a considerar o que até então se afigurava impossível, ou seja, um plano de estabilização sem uma renegociação das reparações de guerra.[133] As propostas

[133] Com respeito a isso Helfferich argumentava em fevereiro de 1924 que "temos que tentar esse esquema sem esperar uma melhora nas condições econômicas e políticas ou uma solução no problema das reparações... mesmo sabendo que a reorganização e a solução das reparações formam uma condição *sine qua non* para a salvação permanente de nosso sistema monetário". Comentou ainda que "a experiência que tem sido realizada com o *rentenmark* é um empreendimento de alto risco: é um salto sobre um precipício, estando a margem oposta completamente encoberta pela névoa". Cf. C. Helfferich (1924b, p. 261).

discutidas no final do verão e início do outono de 1923 não tiveram relação com as negociações iniciadas mais tarde e que levaram ao Plano Dawes no segundo semestre de 1924; ou seja, este não envolveu nenhuma forma de condicionalidade relacionada com a estabilização. Havia um grande número de propostas, muitas das quais giravam em torno do estabelecimento de uma nova moeda que fosse lastreada em ouro, tais como as defendidas pelo socialista Rudolf Hilferding, o banqueiro Hjalmar Schacht, pela Federação das Indústrias e pelo Secretário de Estado Julius Hirsch, entre outros.[134] Uma óbvia e decisiva desvantagem dessas propostas era o reduzido estoque de reservas do Reichsbank, e o fato que uma subscrição externa, ou mesmo doméstica, ainda que compulsória, de um novo banco emissor era considerada inexeqüível.

Deve-se destacar que as reservas internacionais alemães nunca foram exauridas durante o período da hiperinflação. Em alguns períodos o valor real do estoque de moeda reduzia-se a níveis tão baixos que a taxa de cobertura alcançava inclusive valores maiores que 100% . Em abril de 1922, por exemplo, as reservas do Reichsbank atingiam 220 milhões de dólares, o que era aproximadamente o mesmo valor da oferta real da moeda. Analogamente, em julho de 1923 as reservas internacionais giravam em torno de 120 milhões de dólares enquanto a oferta real de moeda era estimada em 130 milhões de dólares.[135] Em ambas ocasiões, no entanto, o valor real de oferta monetária encontrava-se muito abaixo da demanda de moeda a preços constantes; considerando, por exemplo, o estoque de moeda observado em 1925-26, as proporções lastreadas pelas reservas existentes seriam de 17.5% e 9.5%, respectivamente.[136] Esses valores seriam insuficientes sob condições normais para assegurar a conversibilidade;

---

[134] Ver. K. L. Holtfrerinc (1985, p. 129); H. Schacht (1927, p. 129); H. Schacht (1927, p. 82 ff) e W. Baumgartner (1925, pp. 16-19).

[135] J.P. Young (1925, vol. I, pp. 537-538) e Republic of Germany (1924, p. 65).

[136] Considerando aí um valor médio para a oferta monetária, observado em 1924 e 1925, de 1.260 milhões de dólares.

mas como foi assinalado por muitos autores, incluindo Keynes e Bresciani-Turroni, o governo poderia declarar a conversibilidade a uma taxa de câmbio fixa, e mantendo-a apenas por um curto período de tempo.[137] A experiência mostraria, todavia, que esse período de tempo era realmente muito curto. Em poucas semanas os níveis das reservas já tinham despencado a níveis insustentáveis.[138] Além disso, o fracasso da tentativa de estabilização da taxa de câmbio, durante a resistência passiva no Ruhr, convenceu as autoridades de que as reservas em ouro não eram suficientes para sustentar uma intervenção contínua do câmbio, sem fontes adicionais de divisas. Esses argumentos, e em particular a noção de que a emissão de uma nova moeda lastreada 100% em ouro permitiria uma emissão total considerada insignificante frente as necessidades da economia alemã,[139] foram essenciais para derrotar a surpreendentemente ortodoxa proposta de Hilferding de criação de um departamento de ouro no Reichsbank.[140]

A alternativa disponível aos planos ortodoxos nada tinha de convencional. A proposta de Helfferich era de uma moeda indexada, mas não conversível, ao preço do centeio, o que era basicamente uma extensão da experiência com empréstimos de "valores-físicos" e empréstimos-ouro descritos anteriormente. Propunha-se a criação de um novo banco emis-

---

[137] J. M. Keynes (1923, pp. 46-47) e C. Bresciani-Turroni (1937, p. 346).

[138] É interessante observar que se considerarmos somente as notas regulares do Reichsbank e a emissão de *rentenmark* em dezembro, o lastro em ouro, que era de quase 100% em novembro, fora reduzido para 28%, ignorando a provável perda de reservas em dezembro que não consta dos relatórios do Reichsbank, apesar de admitidos por H. Schacht (1927, p. 129) em dezembro.

[139] A legendária relutância das autoridades alemães, Havenstein em particular, em comprometer as reservas do Reichsbank na tentativa de estabilização torna-se então compreensível. Além disso, uma sólida posição de reservas representava um importante instrumento de barganha no contexto do *imbroglio* referente às reparações de tal forma que Havanstein certa vez referiu-se ao uso das reservas em um último e definitivo esforço da estabilização como "o mesmo que cortar o cabelo de Sansão", como mencionado por C. Meier (1975, p. 127).

[140] J. G. Williamson (1971, p. 399).

sor, cuja subscrição em marcos papel[141] seria compulsória, e imposta a elementos importantes e representativos da sociedade alemã, incluindo grandes grupos econômicos da agricultura, comércio, setor financeiro e indústria. A participação de cada grupo na subscrição foi anunciada como proporcional ao patrimônio de cada um e um título hipotecário tendo por base esse patrimônio serviria como "garantia" para a nova instituição. Na verdade, como o novo banco seria uma companhia de responsabilidade ilimitada, seu patrimônio seria, de qualquer modo, garantido pelo patrimônio dos seus acionistas. Como estes eram exatamente os elementos mais importantes e representativos da economia alemã, em termos da visão popular isto significava que esse novo banco como que encarnava a riqueza nacional. Tratava-se basicamente de um engenhoso exercício de relações públicas, pois o novo banco em nada diferia de uma sociedade por ações como qualquer outra.

O principal objetivo dessa instituição seria emitir títulos hipotecários indexados ao preço do centeio (*rentenbriefe*), da mesma forma que foram emitidos outros empréstimos de "valores-físicos" e empréstimos-ouro. Haveria, contudo, uma diferença significativa pois esses títulos não seriam denominados em pequenos valores de modo a circular como meio de pagamento, mas seriam emitidas notas em pequenas denominações, chamadas de *roggenmarks* que seriam 100% conversíveis nos *rentenbriefe*. O *roggenmark* seria portanto uma moeda de "valor-constante", tal qual as que correspondiam aos outros empréstimos sobre "valores-físicos" e de "valor-constante", anteriormente analisados.[142]

Era um esquema simples, porém nada convencional, mas extremamente atrativo pois fundamentava-se no sucesso dos *wertbestandiges* e na inexeqüibilidade das outras alterna-

---

[141] Um contraste significativo com a experiência austríaca, polonesa e húngara, onde a subscrição do novo banco emissor era uma tentativa de amealhar reservas em ouro.

[142] Ver W. Baumgartner (1925, p. 24-36); H. Schacht (1927, p. 80, e A. Fourgeaud (1926, pp. 199-102)

tivas. Nos primeiros dias de agosto, o primeiro-ministro Cuno, e mais especificamente seu ministro das finanças Hans Luther, estavam firmemente decididos a implantar o plano.[143] No entanto, o gabinete caiu, sendo a posição de primeiro-ministro assumida por Stresemann, cujo ministro das finanças, Rudolf Hilferding, era totalmente hostil a essa proposta.[144] Todavia, Luther, agora ministro do abastecimento, trouxe o plano à atenção de Stresemann, e assim o mesmo plano foi lentamente ganhando terreno, de tal maneira que já tinha sido aceito mesmo antes de Luther assumir novamente o ministério das finanças no lugar de Hilferding. A única emenda significativa no projeto foi a de em vez de se usar centeio como indexador optou-se pelo ouro, ou seja, pelo dólar. Dado que a nova moeda não seria mais conversível em centeio, mas apenas atrelada ou indexada aos preços do centeio, não haveria razão para deixar de indexá-la ao ouro, ou ao dólar, que era um indexador superior ao preço do centeio.[145] A partir dessa mudança, as notas lastreadas por títulos indexados tiveram seu nome trocado para *rentenmark* e em 15 de novembro o governo recém-empossado decretou a reforma monetária.

---

[143] K. Helfferich (1924a e b).

[144] Hilferding considerou o plano "uma monstruosidade teórica", J. G. Williamson (1971, p. 390). Hilferding tinha para si que a moeda obtinha seu valor do trabalho requerido para produzi-la, de tal forma que para ter valor toda moeda tinha de ser convertida em algum material que tivesse "valor intrínseco" como o ouro. Isto o fazia um "metalista fora de moda", conforme observado por H. Ellis (1934, pp. 93-100). Isso foi também percebido por Schumpeter e mesmo por Lenin, segundo W. A. Darity Jr. e B. L. Horn (1985, p. 365). É um tanto paradoxal que nesse debate os socialistas endossaram a visão reacionária de Hilferding sobre a política monetária e a visão inovadora foi elaborada por um reconhecido político de direita. Sobre esse aspecto da visão conservadora de política monetária da esquerda ver C. P. Kindleberger (1984, p. 327).

[145] Schacht observou que a indexação relacionada ao centeio "foi calculada de maneira magistral de forma a apelar à psicologia da comunidade rural" de cujo suporte político e governo dependia, H. Schacht (1927, pp. 85-87). Contudo, era mais do que isso. O uso do centeio como indexador assegurava que a contribuição do setor rural para o *Rentenmark* seria indexada aos preços relevantes na determinação da renda agrícola.

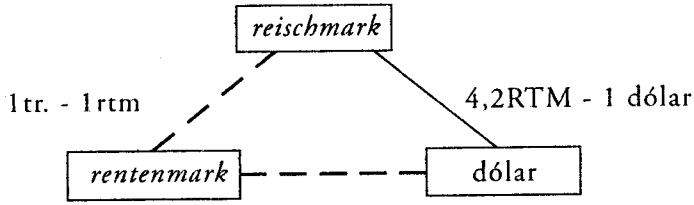
Logo de início, a demanda pela nova moeda foi muito alta. Schacht assinalou que o público estava ansioso em trocar seus marcos por *rentenmarks* e que nos primeiros dias da emissão da nova moeda foram formadas longas filas nos locais onde as notas estavam sendo emitidas.[146] O público parecia estar consciente que o *rentenmark* tinha uma paridade fixa com o dólar, a exemplo de outras moedas de "valor-constante" em circulação, e entusiasticamente aceitou-o como tal. A emissão de *rentenmarks* podia certamente ser interpretada pelo público como apenas um outro tipo de empréstimo-ouro. Convém notar a esse respeito que após a decretação da nova lei ainda existiu um atraso de um mês até que os *rentenmarks* estivessem prontos para distribuição, de modo que durante esse período o governo emitiu um outro empréstimo-ouro para preencher essa lacuna. Assim como nos casos de outros empréstimos-ouro, a reação do público foi muito positiva.[147]

A emissão de *rentenmarks* não era como a emissão, embora grande, de um novo empréstimo-ouro. Durante o período de coexistência do marco e das moedas indexadas estas manteriam uma relação fixa com o dólar, pois ao mesmo tempo que essas moedas se valorizavam em relação ao marco, o marco se desvalorizava frente ao dólar, o que as tornava estáveis por construção. Parecia implícito, no entanto, que o marco seria desmonetizado em um ponto qualquer do futuro, e quando isso ocorresse esse mecanismo acabaria e as moedas indexadas tornar-se-iam simples moedas fiduciárias. Assim, a sua relação com o dólar dependeria em primeira instância da existência de conversibilidade, mas poderia também ser sustentada por expectativas favoráveis com relação à evolução das reservas internacionais. Em suma, enquanto o marco existiu, as moedas indexadas ou *wertbestandiges* mantinham uma relação fixa com o dólar, mas isso provavelmente deixaria de existir se o marco fosse retirado de circulação.

A introdução do *rentenmark* teve, no entanto, um papel importante para a fixação da taxa de câmbio, sendo que

[146] H. Schacht (1927, p. 99).
[147] Republic of Germany (1942, p. 72).

foi esta que garantiu o fim súbito da hiperinflação alemã. Na medida em que a taxa de câmbio entre o marco e o *rentenmark* foi fixada (em um trilhão de marcos por *rentenmarks*), isto na verdade significava que a taxa de câmbio entre o marco e o dólar era fixada através do *rentenmark*, tal como ilustrado no diagrama.[148]



4,2 tr = 1 dólar

Quando os *rentenmarks* começaram a ser emitidos em 15 de novembro o governo atuou em duas frentes: dado que o mecanismo através do qual a nova moeda tinha "valor estável" permitia que um *rentenmark* fosse trocado por 10/42 dólares, como mostrado pela linha cheia no diagrama, o governo simultaneamente trocava marcos por *rentenmarks* a uma taxa de um trilhão por um, e ao mesmo tempo empregava suas reservas internacionais para intervir no mercado de câmbio e sustentar a taxa de 4.2 trilhões de marcos por dólar.[149] Como resultado desse duplo ataque a taxa de câmbio ficou estabilizada, e como a dolarização transmitiu a estabilidade do câmbio para os preços domésticos, o processo inflacionário terminou em um só golpe.

A estabilização foi alcançada basicamente por intermédio da fixação da taxa de câmbio no contexto de uma economia dolarizada. O elemento decisivo e peculiar do caso alemão foi inquestionavelmente a experiência do *rentenmark*.[150]

[148] Esse mecanismo é explicado por Schacht de maneira análoga, H. Schacht (1927, pp. 114-15).

[149] *Ibid.* p. 112.

[150] Esse ponto fundamental tem escapado da atenção de muitos analistas do assunto, sendo exceções, no entanto, G. Merkin (1982, p. 46) e F. L. Lopes (1986, p. 133).

Partiu-se do simples princípio que títulos indexados têm "valor estável" no sentido que para uma taxa de câmbio real dada, títulos indexados na moeda estrangeira teriam preços em dólar constantes ou ao menos estáveis independentemente do nível de inflação.[151] Este princípio já era bem conhecido pelo público alemão antes do *rentenmark* em função da disseminação anterior de moedas de "valor-constante" ou *wertbestandiges*. Assim sendo, o governo pôde facilmente dar um pequeno passo a frente emitindo notas de "valor-constante" e em seguida usando-as como substitutos de moedas estrangeiras nas carteiras do público assim conseguindo estabilizar o câmbio.

4.5 O *rentenmark* e a estabilização

O *rentenmark* era uma moeda de "valor-constante" e sua emissão equivalia a uma venda de títulos indexados contendo as propriedades de meio de pagamento ou, mais simplesmente, a um empréstimo externo. Mas, mesmo um empréstimo externo poderia ser insuficiente para garantir a estabilização da taxa de câmbio. O "tamanho" mínimo de um empréstimo externo dependeria basicamente da percentagem da demanda por moeda a preços estáveis que seria "coberta", ou tornada conversível. Da mesma forma, se a emissão de *rentenmarks* fosse muito grande tornar-se-ia um problema. Provavelmente os títulos indexados seriam negociados com deságio e a inflação terminaria contaminando a nova moeda, que seria assim imperfeitamente indexada.

A emissão total autorizada de *rentenmarks* foi limitada ao equivalente a 762 milhões de dólares. Este volume, se adicionado ao estoque de reservas internacionais em novembro de 1923, somaria 870 milhões de dólares, que proporcionaria "cobertura" para aproximadamente 70% da demanda por

[151] A efetiva determinação do preço de um título indexado em condições inflacionárias é um pouco mais complexa. Para nossos propósitos o aspecto relevante era que o título indexado era um bom substituto das moedas estrangeiras e algumas vezes melhor que essas para desempenhar as funções monetárias.

moeda a preços constantes, cujo valor, estimado com base nos totais observados em 1926-27, era de 1260 milhões de dólares. O "empréstimo" representado pelo *rentenmark* era portanto bastante significativo, especialmente se comparado a outros "empréstimos de estabilização" emitidos para outros países. Apesar de não atingir o mesmo vulto, por exemplo, do empréstimo emitido com o apoio da Liga das Nações para a estabilização da Áustria, que proporcionava cobertura metálica para uma proporção maior do que 100% da demanda por moeda a preços constantes, era maior que o da Liga para a Hungria que permitia uma cobertura inferior a 50 % do valor da demanda por moeda a preços constantes.

É preciso destacar que qualquer tentativa de estabilização através da contratação de empréstimos externos seria apenas temporária se os desequilíbrios fundamentais por trás da existência da inflação não fossem resolvidos. Estes desequilíbrios não compõem o tema deste trabalho, mas deve-se mencionar que existe uma enorme controvérsia sobre a sua verdadeira natureza. Geralmente aponta-se o déficit fiscal como a raiz do problema, de modo que o equilíbrio orçamentário deveria ser implementado simultaneamente à estabilização. Vários autores argumentam que foi exatamente a execução de profundas reformas fiscais que efetivamente permitiu a estabilização da economia.[152] Outros atribuem a explosão inflacionária ao desequilíbrio externo, e mais recentemente à perversa combinação deste com as pressões do movimento sindical para recompor os níveis de salário real nos patamares do pré-guerra.[153] Não nos deteremos sobre este assunto, pois nosso propósito é meramente ressaltar a importância do *rentenmark*, e a abordagem ortodoxa (antiga e recente) não atribuiu qualquer papel à nova moeda no processo de estabilização na Alemanha. Por exemplo, Bresciani-

---

[152] Mais recentemente por T. Sargent (1982), K. L. Holtfrerich (1985), R. Dornbush (1985); S. B. Webb (1985).

[153] Notadamente K. Laursen e J. Pedersen (1964) e também, G. H. B. Franco (1986). Para uma discussão mais específica das "reformas" fiscais simultâneas às estabilizações veja-se o Capítulo 7.

Turroni argumenta que não havia razão para os empréstimos de "valor-constante" terem esta propriedade pois suas garantias eram "simplesmente fictícias... eram meramente papel sem lastro algum". A respeito dos empréstimos-ouro argumentava que "o público ficou hipnotizado pela palavra *wertbestandiges* escrita na nova moeda". Acrescentava ainda que o *rentenmark* era uma moeda fiduciária inconversível tanto quanto o marco papel, apenas com um outro nome,[154] um ponto que é endossado por Thomas Sargent. De acordo com ele "embora tenha se atribuído um extraordinário efeito psicológico a essa mudança de unidade, é difícil atribuir qualquer efeito substancial ao que nada mais era que uma medida cosmética".[155] Outros autores, mesmo os não-monetaristas, têm apresentado análises similares: Angell referiu-se ao *rentenmark* como um "truque de expectativas".[156] Para Stolper era um "artifício psicológico"[157] e para Graham "nada mais que um novo tipo de papel inconversível".[158] Mais recentemente Karl Hardach ressaltou novamente que a cobertura para as notas de *rentenmark* era fictícia, ainda que tivesse produzido "os efeitos psicológicos desejados".[159] Steven Webb qualificou o experimento de "fábula".[160] Em um recente artigo, Rudiger Dornbush não oferece qualquer explicação para a aceitação do público dos empréstimos-ouro como uma moeda estável, dado que não tinham lastro algum, mas salienta que o *rentenmark* era uma moeda de "valor-constante" porque era conversível em empréstimos-ouro.[161] Mesmo Gerald Merkin, que percebeu que a inflação terminou com a fixação da taxa de câmbio através do mecanismo da dolarização; argumentou que o *rentenmark* apresentava uma "vantagem psicológi-

---

[154] C. Bresciani-Turroni (1937, pp. 344, 348).
[155] T. Sargent (1982, pp. 82-83). Esse diagnóstico é completamente endossado pelo historiador alemão K. L. Holtferich (1985, p. 134).
[156] J. Angell (1932, p. 24).
[157] *Apud* F. Ringer (1969, p. 86).
[158] F. Graham (1930, p. 12).
[159] K. Hardach (1980, p. 29).
[160] S. Webb (1985, p. 18).
[161] R. Dornbusch (1985, pp. 9-10).

ca", mas que "a intervenção do Reichsbank no mercado de câmbio acabou sendo o principal fator do processo de estabilização".[162]

Muitos analistas do fenômeno têm enfatizado o fato de o *rentenmark* não ser nem conversível nem lastreado em ouro, e que sua única garantia era efetivamente a "hipoteca" sobre o patrimônio dos subscritores do Rentenbank caso este fosse liquidado. Para esses autores as experiências desastrosas com os Assignats e com o Banque Royale de John Law demonstravam com clareza que este tipo de "hipoteca" não assegurava qualquer espécie de lastro para a nova moeda.[163] Mas argumentou-se que mesmo uma moeda sem lastro, isto é, fiduciária, poderia manter uma relação fixa com o ouro e outras moedas se a emissão fosse suficientemente limitada. Esse típico argumento "bulionista" é apresentado por muitos autores para explicar o milagre do *rentenmark*: o público confiava na sua relação fixa com o dólar, pois a emissão era limitada. Duas observações devem ser feitas sobre essa análise. Primeiro, o argumento "bulionista" clássico seria aplicado somente se o *rentenmark* fosse uma moeda fiduciária comum como era o marco, o que não era o caso. O público aceitava o *rentenmark* a uma paridade fixa com o dólar em função de sua conversibilidade com títulos indexados ao ouro, o que não seria mudado mesmo se não houvesse limites pré-determinados sobre a emissão.[164] Conforme anteriormente assinalado, a taxa de câmbio foi fixada na medida em que o governo oferecia duas alternativas para o

---

[162] G. Merkin (1982, p. 46).

[163] Ver, por exemplo, C. P. Kindleberger (1984, p. 326); H. Schacht (1927, p. 85). J. P. Young (1925, vol. I, p. 426); e F. Graham (1930, pp. 12 *ff* e 16).

[164] Isso obviamente não significa que um excesso de emissões de *rentenmarks* não pudesse ocorrer. A oferta de *rentenbriefes* poderia se expandir, assim como a emissão de *rentenmarks*, de modo que o excesso de oferta faria com que o público apenas aceitasse *rentenmarks* com um desconto. Nesse caso, o resultado seria que os *rentenmarks* seriam **subindexados**, e por conseguinte, se depreciariam com respeito ao dólar. Nesse sentido, existiria um ponto crítico além do qual emissões adicionais de títulos indexados caracterizariam um excesso de emissão e resultariam na "contaminação" da nova moeda pela inflação.

desejo do público de livrar-se do marco: oferecia *rentenmarks* e moedas estrangeiras a taxas fixas em relação ao marco. Se a emissão autorizada de *rentenmarks* fosse limitada, uma dessas alternativas ficaria comprometida, e o desejo de fugir do marco desaguaria nas limitadas reservas do *Reichsbank*. Dado que o estoque de reservas internacionais era muito pequeno para se garantir a fixação da taxa de câmbio por mais do que um período de tempo muito pequeno, como já mencionado em referência à proposta de Hilferding, segue-se que deveria haver uma emissão mínima de *rentenmarks* que tornaria exeqüível o plano de estabilização do governo.[165]

Uma segunda crítica à idéia de que os rentenmarks foram aceitos porque sua emissão era rigorosamente limitada baseia-se no simples fato de que, na medida em que foi fixada a taxa de câmbio entre o *rentenmark* e o marco-papel, qualquer limite sobre a emissão de *rentenmark* não faz sentido sem o correspondente limite sobre a emissão de marcos-papel. Ora, não havia qualquer limite sobre emissão de notas do *Reichsbank*, que se faria na base de desconto de "legítimos" títulos comerciais privados, e cuja emissão seria triplicada durante 1924. Nenhum "metalista", ou qualquer de seus sucessores monetaristas, jamais admitiria que uma expansão monetária excessiva pudesse ser evitada nessas condições. Um século antes, Ricardo já havia argumentado que a única forma de evitar o excesso de emissões fiduciárias inconversíveis seria a "prudência" do banco emissor. Certamente esse tipo de preocupação esteve presente na gestão de Schacht na presidência do Reichsbank, mas o ponto importante a destacar era que o excesso de emissões não foi evitado em função de

---

[165] Considerando a demanda de moeda a preços-constantes como 1.260 milhões de dólares, tomando aí o valor observado para 1925, e uma taxa de conversibilidade aceitável de 40% , um mínimo de 500 milhões de dólares de reservas seriam necessários para estabelecer o padrão-ouro. Dado que o estoque de reservas internacionais em novembro de 1923 era de cerca de 111 milhões de dólares, ou seja o mínimo de *rentenmark* emitido seria de aproximadamente 389 milhões de dólares ou 1.633 milhões de *rentenmarks*, vele dizer, em torno da metade do total de emissão efetivamente autorizada.

qualquer limite quantitativo sobre a criação de moeda, mas por algo mais subjetivo e indefinível, a saber, o compromisso pessoal de Schacht com a estabilidade monetária. Embora possa se dizer que esse compromisso era claramente percebido pelo público em outubro de 1923, é preciso notar que a credibilidade da política monetária não dependia simplesmente das convicções de Schacht: se um acordo em torno das reparações de guerra não fosse encontrado, o gerenciamento da política monetária pouco poderia fazer para evitar o colapso do plano de estabilização.

5. Dolarização: mecanismos, mágicas e fundamentos[166]

Este ensaio procura analisar os mecanismos subjacentes ao processo de dolarização de uma economia, e as possibilidades que se abrem para que se o utilize como fio condutor de um processo de estabilização. Com este propósito o ensaio se divide em quatro seções. A primeira procura conceituar a dolarização, distinguindo entre dolarização da riqueza e indexação pela taxa de câmbio. A segunda seção investiga os fatores que favorecem a conversibilidade da moeda nacional de uma economia inflacionária em uma moeda estrangeira, vale dizer, as características estruturais e influências de conjuntura que permitem a adoção de um regime de taxa de câmbio fixa. A seção 5.3 traz comentários sobre soluções criativas aventadas para os problemas levantados na seção 5.2 e a última seção procura esclarecer algumas relações de consistência macroeconômica que devem ser obedecidas para o sucesso de tentativas de estabilização através da chamada "âncora cambial".

5.1 O que é dolarização?

A idéia de dolarização diz respeito a dois processos que não devem ser confundidos. O primeiro é a fuga da riqueza para as moedas estrangeiras provocada pelo fato de os ativos domésticos não desempenharem adequadamente a função de reserva de valor que a moeda não mais é capaz de cumprir. O segundo é a indexação de preços e salários pela taxa de câmbio, o que ocorre de forma natural em economias muito aber-

---

[166] *Originalmente apresentado no 19º. Encontro Nacional de Economia da ANPEC (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia) de Curitiba, e publicado nos Anais, volume 1. A versão aqui apresentada beneficia-se de comentários feitos, durante a apresentação, do trabalho em Curitiba, por Joaquim E. C. Toledo.*

tas, ou de forma induzida, e geralmente imperfeita, em economias onde os indexadores domésticos não são confiáveis. No fundo, a indexação pelo dólar significa que a moeda doméstica perde também a sua função de unidade de conta, apenas restando a sua função como meio de pagamento.

Não é tão comum que esses dois processos sejam observados simultaneamente. Nem mesmo em países como o Peru e a Argentina, onde a dolarização da riqueza se encontra bastante avançada, a dolarização de preços e salários se observa por inteiro. Na Bolívia, em contraste, bem como em outros países pequenos e abertos, preços e salários se dolarizam com facilidade. A Áustria é o exemplo mais completo de pequena economia aberta experimentando hiperinflação (em 1922), e por isso dolarizada nos dois sentidos. No Brasil nenhuma das duas formas de dolarização é avançada, o que se deve a características próprias do país. Do ponto de vista da dolarização da riqueza, note-se que o sistema financeiro no Brasil oferece alternativas sólidas à fuga de capital, e não é por outro motivo que a dolarização da riqueza financeira no Brasil é tão menos avançada do que em outros países latino-americanos, como vimos na Tabela 3.1, no Capítulo 3. Já no tocante à prática da indexação com respeito à taxa de câmbio, a experiência dos diversos países latino-americanos experimentando hiperinflação é variada, tal como pode ser visto na Tabela 5.1.

Em qualquer economia experimentando inflação alta a prática da indexação, formal ou informal, é bastante disseminada, o que expressa em última instância o fato de que os agentes econômicos não padecem de ilusão monetária. O modo como a indexação é praticada, ou seja, o modo pelo qual os agentes identificam valores reais a partir de valores nominais é, no entanto, bastante variado. Em economias fechadas, onde a taxa de câmbio tem pouco significado econômico, a indexação, entendida em sentido amplo, é normalmente feita a partir de índices de preços domésticos, e como estes índices normalmente refletem a inflação já acontecida, explica-se o forte caráter auto-regressivo exibido geralmente

pelas séries de taxa de inflação. Em economias abertas, a indexação é feita com respeito à taxa de câmbio, e por isso se observa geralmente uma estreita associação estatística entre inflação e desvalorização cambial.

Tabela 5.1
Hiperinflações Latino-americanas: correlações entre inflação, inflação passada e taxa de desvalorização cambial

	BRASIL		ARGENTINA		PERU		BOLÍVIA	
	inflação passada	desvalorização	inflação passada	desvalorização	inflação passada	desvalorização	inflação passada	desvalorização
Primeira metade#	0,55	0,26	0,62	0,70	0,63	0,68	0,57	0,37
Segunda metade	0,79	0,58	0,42	0,51	0,89	0,58	0,17	0,82
Período inteiro#	0,79	0,61	0,54	0,60	0,70	0,56	0,38	0,81

Fontes e observações: INDEC and BCRA (Argentina), Morales & Sachs (1987) IBGE, BACEN (Brasil), INEI-BCRP and BCRP (Peru). # Os períodos considerados foram Janeiro de 1988 a Julho de 1990 para a Argentina, Janeiro de 1983 a Agosto de 1985 para a Bolívia, Janeiro de 1988 a Outubro de 1990 para o Brasil, e Janeiro de 1989 a Agosto de 1990 para o Peru. Inclui 15 observações para a Argentina, 16 para a Bolívia, 15 para o Brasil e 10 para o Peru.

Essas diferenças no tocante às práticas de indexação são explicadas por fatores estruturais a cada país: grau de abertura, estabilidade da política e das práticas cambiais, legislação, etc. Essas diferenças são observáveis na Tabela 5.1. Note-se que os países mais abertos exibem correlações altas entre taxa de câmbio e inflação, e mais altas do que a correlação entre inflação e inflação passada. Note-se também que a aceleração da inflação tende a produzir dolarização, pois para índices de inflação muito elevados as defasagens dos índices de preço capturando a inflação passada se tornam críticas. Isso se observa através da divisão feita na tabela entre o começo e o período final das hiperinflações.

5.2 Dolarização e conversibilidade

O atrativo do processo de dolarização, enquanto instrumento auxiliar de estabilização, reside na coordenação de preços e salários gerada pela indexação pelo dólar. Na medida em que todos os preços são cotados em dólar há muito pouca confusão de preços relativos, a visibilidade do sistema de preços é maior, não há descasamento de indexadores, há poucos problemas de periodicidade, pois o dólar é um indexador diário, e, mais importante, na medida que se fixa a taxa de câmbio todos os preços em moeda nacional estacionam instantaneamente. Muitas inflações altas terminaram dessa forma, especialmente em economias abertas e pequenas. Quando este não é o caso, ou seja, para países grandes como o Brasil, e também como a Alemanha de 1923, a operação desse mecanismo levanta dois problemas fundamentais.

Em primeiro lugar, há o problema de como se sustentar a taxa de câmbio e nessa linha há vários fatores a considerar. Garantida a existência de equilíbrio externo, a grande dificuldade tem que ver com a capacidade de mobilizar reservas internacionais, isto é, divisas conversíveis, de modo a se implementar a conversibilidade da moeda local a uma taxa fixa. O problema é clássico, pois trata-se exatamente do mesmo envolvido na questão da adesão ao padrão-ouro. Há três questões envolvidas: (i) qual a percentagem da oferta de moeda local será efetivamente conversível? Nos anos anteriores a 1914 o Banco da Inglaterra manteve a conversibilidade da libra com reservas que cobriam talvez não mais que 10% do valor da moeda em circulação, o que revelava um aspecto importante do sistema, qual seja, a confiança em que as políticas fiscal e monetária do país eram consistentes com a conversibilidade. Quando a confiança existe, a "taxa de cobertura", ou seja, a percentagem da moeda efetivamente conversível, pode ser pequena. Em contrapartida, em países tradicionalmente sujeitos à instabilidade macroeconômica, as taxas de cobertura necessárias para sustentar a conversibilidade tendem a ser muito maiores, embora raramente próximas a 100%.

(ii) Qual o grau de monetização da economia que pretende dolarizar-se, ou seja, tornar sua moeda conversível? A questão envolve o tamanho das reservas necessárias relativamente ao tamanho do país. A este respeito é interessante notar que, com freqüência, se observa que como o valor em dólares da base monetária em um país sujeito à inflação alta é pequeno, seria fácil lastreá-la nas reservas, com isso se garantindo a conversibilidade. Todo o problema é que a quantidade de divisas necessária para a conversibilidade é dada pelo valor da base monetária a preços estáveis, que, evidentemente, corresponde a um valor consideravelmente superior ao valor da base sob hiperinflação. Se hoje a base no Brasil está em, digamos, 1.5% do PIB, seu valor com inflação zero pode se multiplicar por, digamos, 5 ou 6, dependendo evidentemente de qual seja a demanda por base monetária a preços estáveis. Há países onde o grau de monetização — aqui definido como a razão M1/PIB a preços estáveis — é alto, e outros onde é baixo, e isto faz grande diferença quando se pensa no tamanho das reservas necessárias para se sustentar a conversibilidade. Mobilizar sob forma de reservas no Banco Central um valor em dólares equivalente a 10% do PIB (considerando uma taxa de cobertura alta, e um grau de monetização moderado) em um período curto de tempo parece impossível para o Brasil. Para países pequenos é mais fácil: 10% do PIB para a Bolívia são US$300 milhões, para o Brasil são US$ 45 bilhões.

(iii) que esforço, em termos de comércio exterior, deve ser feito para se conseguir as reservas necessárias para a conversibilidade? A questão envolve o grau de abertura da economia, e para se verificar como esse problema se relaciona com os outros dois basta observar a identidade abaixo:

$$R^* = \frac{TC \cdot GM}{GA}$$

A fórmula nos diz que as reservas necessárias para a conversibilidade (R*) como proporção das exportações (R/X), são iguais ao produto da taxa de cobertura TC = R/M1

(considerando M1 a preços estáveis), pelo grau de monetização GM = M1/PIB (também considerando M1 a preços estáveis), dividido pelo grau de abertura GA = X/PIB. Com isso fica patente que a conversibilidade é tanto mais difícil quanto: (i) maior a taxa de cobertura, ou seja, quanto mais instável é a economia; (ii) maior o grau de monetização, e (iii) quanto mais fechada é a economia. A interação dessas variáveis pode ser vista com o auxílio da Tabela 5.2 abaixo:

Tabela 5.2
Possibilidades de convertibilidade: Brasil, Bolívia, Áustria , Alemanha e Argentina

	Bolívia(1)	Brasil(1)	Áustria(2)	Alemanha(3)	Argentina(4)
PIB	4,47	299,2	9,26	67,3	70,0
Importações	0,78	15,6	2,25	10,8	5,8
M1/PIB (sob hiperinf.)	2,0%	3,0%	1,9%	0,8%	2,0%
M1/PIB (preços estáveis)	7%	10%	9,0%	7,8%	9,0%
Importações/PIB	17,4%	5,54%	24,3%	16,1%	8,31%
TC - alta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
TC - baixa	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
R* (TC alta)#	3,8 m	17 m	3,5 m	4,6 m	10,4 m
R* (TC baixa)#	2,9 m	13 m	2,7 m	3,4 m	7,8 m

medida em meses de importação. (1) PIB e importações medidas em bilhões de dólares para 1987. M1/PIB a preços estáveis é estimativa do autor. (2) PIB e importações medidas em milhões de schilling. M1/PIB a preços estáveis corresponde à razão observada em 1924. (3) PIB e importações medidas em milhões de marcos-ouro. M1/PIB a preços estáveis corresponde à razão observada em 1926-27. (4) PIB e importações medidas em bilhões de dólares para 1987. M1/PIB a preços estáveis é estimativa do autor.

Fontes: World Development Report, B. R. Mitchell (1978, pp. 303-4, 409-11); Conjuntura Econômica, M. Damill & G. Rosenwursel (1991).

Os cálculos da tabela fornecem uma idéia aproximada sobre a viabilidade da convertibilidade em países de caractrísticas bem diferentes. A sugestão básica da tabela é a de que a convertibilidade é consideravelemente mais fácil na

Bolívia, Áustria e Alemanha *vis-à-vis* o Brasil e Argentina, basicamente em função da diferença de grau de abertura. Quanto mais fechado é o país, maior é o esforço para se conseguir as reservas necessárias. Na verdade, a julgar pelas dificuldades históricas de países pouco abertos em aderir ao padrão ouro, bem como dos crônicos problemas de vulnerabilidade externa exibidos por estes mesmos países, o que a tabela expressa em última instância é que um grau de abertura reduzido implica maior esforço de ajustamento para qualquer desajuste externo em um país fechado relativamente a um país mais aberto, ou seja, um grau de abertura reduzido aumenta a vulnerabilidade externa.[167]

O tamanho do país, por outro lado, é uma variável importante para se avaliar a viabilidade de "empréstimos de estabilização", ou a magnitude da ajuda externa a ser mobilizada para sustentar a convertibilidade. Enquanto que na Bolívia e na Áustria o volume de ajuda externa necessária é reduzido em termos absolutos, nos casos de Brasil e Alemanha, apesar de que para esta os volumes seriam pequenos em termos do seu volume de comércio, estes empréstimos seriam muito grandes. No caso alemão é interessante notar que o volume de reservas necessárias menos as reservas disponíveis em 1923 indicariam a necessidade de um empréstimo de £ 200 milhões, o que era penas ligeiramente inferior do que o total dos empréstimos concedidos pela Grã-Bretanha e pelos Estados Unidos em 1925.[168]

A tabela também inclui a Argentina onde as perspectivas da convertibilidade, a julgar pelas suas características estruturais, não são tão boas quanto nas economias mais abertas. O volume necessário de reservas estaria entre 3.7 e 5.0 bilhões de dólares. Entretanto, note-se que a Argentina possuía cerca de 5.3 bilhões de dólares em reservas acumuladas quando deu iní-

---

[167] Uma exposição do argumento pode ser encontrada em Gustavo H. B. Franco: "É melhor ser tigre que baleia", *Folha de São Paulo*, 21.07.1991.
[168] Note-se que o famoso empréstimo Dawes, obtido em 1924 juntamente com o *write-off* da maior parte das dívidas a título de reparação de guerra, era inferior a £ 20 milhões.

cio ao Plano Cavallo em abril de 1991. O plano determinava que 100% da base monetária teria lastro em moedas estrangeiras, embora se permitisse que uma proporção da ordem de 15% do lastro pudesse ser constituida em BONEX, ou seja, em títulos domésticos dolarizados. Em função do alto volume de reservas as perspectivas iniciais do plano não eram ruins, mas o exemplo ilustra um ponto fundamental nesses experimentos, qual seja, a imperiosa necessidade de que se mantenha o equilíbrio externo para que a conversibilidade se sustente a médio prazo, como será visto em detalhe na seção 5.4. No caso argentino, verifica-se que a inflação residual observada após o início do plano, a qual se deve muito provavelmente à dolarização imperfeita de preços e salários, resultou em uma forte apreciação cambial real, cujos prejuizos para as perspectivas de médio prazo do plano dependem do equilíbrio macroeocnômico, conforme veremos na seção 5.4 abaixo.

5.3 Dolarização em condições adversas

Para países de grau de abertura reduzido, como o Brasil, a mobilização das reservas necessárias para a conversibilidade requer um esforço substancial. A mesma dificuldade se apresenta em países grandes, como a Alemanha, que, por razões variadas, se vêem impossibilitados de efetuar o esforço comercial necessário para acumular as reservas. A experiência mostra, todavia, que a dificuldade pode ser contornada se o governo consegue oferecer outros ativos ao público para que este não avance sobre os minguados dólares no banco central. Na Alemanha de 1923 o truque foi oferecer um título indexado ao próprio dólar que o público identificou como confiável e aceitou em lugar do próprio dólar, como vimos no Capítulo 4.

Replicar esta situação[169] para o Brasil envolve muitos problemas. É claro, em primeiro lugar, que inventar um novo

[169] Note-se que a história registra dois outros casos semelhantes, um mais conhecido na Hungria em 1946, que redundou fracassado, o outro menos conhecido na União Soviética em 1923 que foi bem sucedido. Para detalhes sobre estes experimentos ver G. H. B. Franco (1991).

título, o papel dolarizado, que o público veja como confiável no Brasil de hoje, com todos os problemas fiscais que ainda permanecem não seria matéria simples. Na verdade, pode-se dizer que a confiabilidade desta, como de qualquer outra dívida pública, está diretamente relacionada com a percepção generalizada sobre a situação fiscal brasileira, a qual, como bem se sabe, não é das melhores.

Outro problema deriva do fato de que a indexação pelo dólar é muito pouco disseminada no Brasil. Praticamente não há salários pagos em dólar e a indexação oficial também não mantém nenhuma conexão com o dólar. Antes pelo contrário, a legislação discrimina e desfavorece o uso do dólar como indexador, como vimos no Capítulo 2. Para se aprofundar a dolarização o primeiro passo seria reproduzir artificialmente os efeitos da dolarização aperfeiçoando o mais possível a indexação usando um indexador confiável e amarrá-lo em uma taxa de câmbio realista e que andasse de acordo com regras previsíveis. Com a generalização da indexação espera-se resolver desalinhamentos de preços relativos, regularizar as relações contratuais e recompor a visibilidade do sistema de preços. Note-se, todavia, que mesmo assim não é certo que a fixação da taxa de câmbio possa se fazer seguir por todos os preços e salários, pois esta dolarização seria "indireta", ou seja, através do indexador oficial. Por esta razão, outros países parcialmente dolarizados tiveram de implementar mecanismos adicionais para garantir a adesão à estabilização. Do contrário, a fixação da taxa de câmbio tem efeito apenas parcial sobre a inflação que, ao prosseguir, ainda que em patamares muito menores, gera apreciação cambial e põe a perigo o equilíbrio externo.

5.4 Consistência macroeconômica

As duas últimas seções exploraram o problema envolvido em se conseguir a conversibilidade tendo em mente um horizonte de curto prazo. Tratou-se basicamente de investigar a magnitude das reservas necessárias, ou da possibilidade

de soluções criativas envolvendo títulos dolarizados. Deixou-se deliberadamente de lado o problema do equilíbrio macroeconômico, ou o problema dos "fundamentos" que constitui o objeto desta seção.

É bastante evidente que a conversibilidade não poderá ser mantida senão temporariamente se prevalecem desequilíbrios fiscais ou de balanço de pagamentos de grandes proporções, pois em ambos os casos teríamos uma deterioração da Taxa de Cobertura, tal como definida na seção 5.2, seja pela emissão de moeda, seja pela perda de reservas. Entretanto, há outras questões importantes de consistência macroeconômica cuja análise envolve um tratamento analítico um pouco mais cuidadoso. Para tanto vamos considerar um modelo macroeconômico bastante simples de uma economia dolarizada tanto do ponto de vista financeiro — ou seja, a "fuga da moeda" é equivalente a "fugas de capital"[170] — quanto do ponto de vista da indexação, ou seja, todos os preços estão indexados pela taxa de câmbio. Como vimos nas seções anteriores, esta situação não é comum e com isso abstraímos alguns problemas importantes apenas para fazer mais claros os problemas macroeconômicos envolvidos. O modelo contém apenas duas equações, sendo que a primeira descreve o equilíbrio externo:

$$\beta.\varepsilon(t) - \delta.\pi(t) = R \qquad (1)$$

O primeiro termo na equação (1) $\beta.\varepsilon(t)$ descreve a conta corrente, que é afetada positivamente ($\beta>0$) pela taxa de câmbio real $\varepsilon(t)$, e o segundo $\delta.\pi(t)$ considera que fugas de capital ocorrem ($\delta>0$) quanto maior é a taxa de inflação $\pi(t)$. O termo (R) resume todas as outras influências exógenas sobre o equilíbrio externo.

A segunda relação, descrevendo o equilíbrio interno, é uma equação de preços convencional incluindo um termo que dá conta do conflito distributivo:

$$p(t) = \lambda.\hat{e}(t) + \xi.\{e(t) - \psi_w\} \qquad (2)$$

[170] Este fenômeno é comumente referido como *currency substitution.*

Esta relação pode ser derivada de uma equação de preços convencional para *mark-ups* fixos, onde os salários são dolarizados — isto é, indexados por ê(t) — e os salários nominais aumentam mais que a indexação toda vez que estão abaixo de um salário real "desejado" pelos sindicatos. Normalmente isso seria expresso por um termo como $\Theta.\{w^* - w(t)\}$ na equação de salários. Na equação (2) acima usamos do fato de que, para *mark-ups* e coeficientes fixos, a taxa de câmbio real está (linearmente) inversamente relacionada ao salário real, e escrevemos este "hiato de aspiração salarial" em termos da taxa de câmbio real. Com isso o parâmetro Ψ_w indica a taxa de câmbio real equivalente ao salário real desejado.

O Gráfico 5.1 mostra as equações (1) para o equilíbrio externo e (2) para a dinâmica da inflação como curvas BP e PP respectivamente. Ambas as curvas são positivamente inclinadas. A dinâmica de preços é tal que se a taxa de câmbio deprecia, o "hiato de aspiração" se expande, forçando os salários nominais para cima e acelerando a inflação. Em paralelo, como a inflação se eleva produz fugas de capital e com isso o equilíbrio externo só pode ser recomposto a uma taxa de câmbio real mais elevada (depreciada).

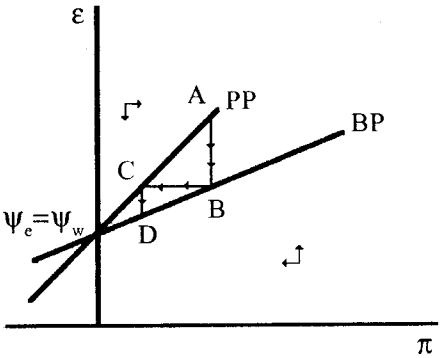


Gráfico 5.1: Equilíbrio com inflação zero

Note-se que a taxa de câmbio real consistente com o equilíbrio externo e inflação zero é facilmente definida usan-

do-se a equação (1), ou seja ($\psi_e = R/\beta$). Note-se também que, de acordo com a equação (2), inflação zero só pode ocorrer quando os salários reais $\omega(t)$ estão nos níveis desejados (w^*), o que significa que ($\varepsilon_1 = \psi_w$). Asim sendo, o equilíbrio interno e externo com inflação zero requer que ($\psi_e = \psi_w$), ou seja, que a taxa de câmbio real consistente com o equilíbrio externo e inflação zero seja a mesma consistente com as aspirações dos trabalhadores.

O papel dos dois parâmetros ψ_e e ψ_w é crucial para a determinação da inflação, uma vez que estabelecem uma ligação entre problemas de ajustamento externo e conflitos distributivos. Quando $\psi_e > \psi_w$, temos que os salários compatíveis com o equilíbrio externo são menores do que aqueles desejados pelos trabalhadores. Note-se que esta situação é criada por um choque externo adverso — um aumento em R na equação (1) — que desloca a curva BP.[171] Note-se que o aumento em R aumenta ψe — ou seja, significa uma deterioração na posição externa do país — o que gera um conflito distributivo pois agora $\psi e > \psi w$.[172] Isto pode ser visto no Gráfico 5.2, onde se percebe a diferença entre ψe e ψw no eixo vertical, e um equilíbrio com inflação alta no ponto A.

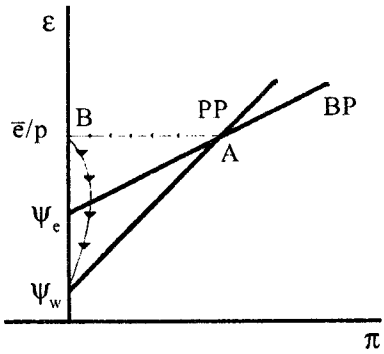


Gráfico 5.2: Equilíbrio sob alta inflação e estabilização

[171] A curva BP se desloca para cima uma vez que a combinação prévia de $\varepsilon(t)$ e $\pi(t)$ agora corresponde a uma situação de déficit, que deve ser eliminado por uma desvalorização real.

[172] Note-se que uma situação similar se produz com uma redução em ψ_w, ou por uma revisão *para cima* nas demandas salariais.

No ponto A a situação externa está sob controle e a inflação é alta mas estável. Nessas condições, dado que preços e salários estão dolarizados, a estabilização através da fixação da taxa de câmbio se torna uma alternativa atraente. Como seria? Quando o banco central fixa a taxa de câmbio nominal aos níveis de mercado, ou seja em e*, a inflação é trazida imediatamente para zero, pelo mecanismo da dolarização, no ponto B. Neste ponto, todavia, a taxa de câmbio real é maior que ψ_e, ou seja a economia está numa região de superávit acumulando reservas. Isto acontece porque, sem inflação, cessam as fugas de capital mas a conta corrente continua superavitária. No ponto B, por outro lado, os salários estão muito abaixo dos níveis desejados e não há mais inflação para frustrar as tentativas de recomposição através do salário nominal. Como resultado dos aumentos nos salários nominais gera-se inflação, o que gradualmente erode a taxa de câmbio real trazendo a economia da região de superávit para a de déficit até que se atinge o ponto ψ_w. Nesse ponto a pressão salarial cessa mas a incompatibilidade entre ψ_e e ψ_w permanece e a economia agora experimenta um déficit e perda de reservas. Nessas condições, o regime de taxa de câmbio fixa não poderá se sustentar por muito tempo.

A condição fundamental para que a estabilização seja duradoura é a reconciliação entre ψ_e e ψ_w. Políticas de demanda podem evidentemente ajudar, pois podem sustentar a estabilização durante muito tempo, a despeito de desequilíbrios fundamentais, assim criando espaço para que medidas de mais substância na área externa ou fiscal possam ser encaminhadas. É evidente, porém, que recessões e juros altos não podem ser mantidos indefinidamente. Ajustes mais fundamentais têm necessariamente de ocorrer, e a experiência histórica tende a confirmar que esse tipo de estabilização geralmente envolve algum "evento exógeno" que melhora fundamentalmente o equilíbrio externo dos países envolvidos. A experiência do fim das hiperinflações européias dos anos 20 fornece uma excelente ilustração para isso. No caso da Polônia, o "evento exógeno" foi a anexação, em 1923, do território da Alta Silésia, que era uma província alemã exportadora de carvão, com a qual as

exportações polonesas praticamente triplicaram. No caso da Hungria o ajuste foi de outra natureza: uma ditadura de direita forçou a igualdade entre ψ_e e ψ_w através da "revisão" para baixo das demandas salariais. No caso alemão, o ajuste envolveu o *write-off* da maior parte das reparações de guerra, que consumiam cerca de 75% das exportações alemãs (e 25% do PIB !) a cada ano, reduzindo este ônus a cerca de 8% das exportações, metade do qual financiado através do empréstimo Dawes. Na caso da Áustria, a intervenção da Liga das Nações (que também ocorreu na Hungria) permitiu políticas fiscais draconianas e, mais importante, foi concedido à Áustria um empréstimo de estabilização cujo valor era mais que o dobro do valor da base monetária a preços estáveis.

Além disso, todos esses países se beneficiaram da abundância de empréstimos externos que caracterizou a segunda metade da década de 1920, de modo que as incompatibilidades ainda existentes entre ψ_e e ψ_w puderam ser "financiadas" por entradas de capital. De toda forma, seguindo-se à estabilização, todos esses países experimentaram inflações moderadas impulsionadas por violentas elevações nos salários reais, das quais resultou uma também expressiva apreciação cambial, conforme sugerido pela dinâmica da estabilização descrita no Gráfico 5.2 e conforme pode ser visto na Tabela 5.3.

Tabela 5.3
Hiperinflações européias: mudanças em salários reais, taxas de câmbio real e desemprego (durante os primeiros seis meses depois das estabilizações)

país	variação nos sal. reais	variação na tx. de câmbio real	desemprego
Austria	+34,5%	+39,1%	3,9%
Hungria	n.d.	+29,5%	18,2%
Polônia	+135,2%	+28,1%	5,6%
Alemanha	+76,4%	+35,4%	21,6%

Fontes: Dados de salário de International Labor Office (1925, pp. 16-17, 85-86, 115-116); taxas de câmbio de League of Nations (1926a, p. 88); Z. Zdziwchowski (1925, p. 7) e J. P. Young (1925, vol. I p. 530 and vol. II p. 222) e dados sobre desemprego de E. Wicker (1986, pp. 8-16) e de J. Tinbergen (1934, p. 83-86).

Note-se que em todos os casos a recuperação salarial e a apreciação cambial tornou crucial, no espaço de alguns meses, algum melhoramento importante na situação externa de modo a tornar a situação sustentável. A lição básica que estas experiências encerram é muito simples: sem a correção de desequilíbrios fundamentais a estabilização não se sustenta por muito tempo. Todavia, o modelo permite algumas observações de interesse. Conforme observado, seguindo-se à fixação da taxa de câmbio há um período de acumulação de reservas e apreciação cambial que pode ser muito prolongado, o que traz o benefício de dar tempo aos *policy makers* para encaminhar a resolução dos desequilíbrios fundamentais por detrás das origens da própria hiperinflação. Note-se, por outro lado, que a facilidade com que a estabilização se obtém geralmente enfraquece os incentivos para medidas dolorosas na área externa ou fiscal que tornariam a situação mais duradoura.

Este modelo se presta a uma ilustração interessante para os casos latino-americanos pois revela a ligação entre conflitos distributivos e desajustes externos, os quais se tornam ainda mais dramáticos em um contexto de crise fiscal. Nessa linha, fica patente a contradição entre os objetivos de política e a dificuldade em se conceber programas que que permitam a elevação dos salários sem erosão da situação externa. Assim, o modelo reafirma conclusões retiradas em outros contextos, segundo os quais políticas direcionadas para o aumento de produtividade permitem afrouxar esta conflito, e o aumento no grau de abertura funciona no sentido de reduzir a vulnerabilidade externa.[173]

Note-se, finalmente, que o modelo não permite que se enxergue com clareza o papel da crise fiscal, o que obviamente deixa de lado o principal fator de crise inflacionária brasileira recente. Interessante seria explorar o modo como os conflitos distributivos aqui estudados encontram soluções

[173] Veja-se nessa linha a discussão de W. Fritsch & G.H.B. Franco (1991 e 1992).

localizadas no seio do orçamento público, em cuja falta de transparência e inspiração clientelística é possível acomodar pleitos localizados para minorias mais ativas. A fragilidade das instituições fiscais e monetárias para arbitrar esses conflitos, bem como a competição entre pleitos legítimos das benesses fiscais e regulatórias, está certamente na raiz de nossa crise fiscal. Estes temas, todavia, estão fora do escopo deste trabalho. Sua menção é indispensável, no entanto, para que não se pense que a inflação brasileira se resume ao conflito, que em si é muito complexo, entre as aspirações dos trabalhadores e as exigências do equilíbrio externo.

6. Hiperinflação: um guia prático[174]

Durante muitos anos as hiperinflações foram tratadas como curiosidades históricas sem muito interesse prático. Afinal nada que se parecesse com as experiências dos anos 20 seria observado (senão talvez por episódios isolados na China e nos Balcãs após a Segunda Guerra Mundial) pelo menos até o fim da década de 70, e especialmente nos anos 80. Com a ocorrência, desde então, de diversas inflações muito altas cresceu o interesse sobre as hiperinflações "clássicas", que seriam, afinal, os "casos extremos" a partir dos quais seria possível aprender muito sobre a verdadeira natureza do fenômeno inflacionário, ou mesmo vislumbrar, quem sabe, o futuro das inflações "inerciais". Ao longo dos anos 80 muitos autores, entre os quais este, penetraram em poeirentas bibliotecas mundo afora a fim de resgatar lições dessas velhas experiências e apreender os aspectos universais das inflações elevadas.

Este ensaio procura trazer um apanhado desse esforço mas com o cuidado de não produzir um trabalho acadêmico de difícil leitura e incontáveis referências bibliográficas. O propósito é tão-somente o de fornecer um guia prático aos interessados no tema, tendo como referência básica o caso brasileiro.

Um breve inventário das experiências de hiperinflação é fornecido na seção 6.1. As diversas formas pelas quais a inflação alta afeta a economia são objeto de análise detalhada na seção 6.2. Na seção 6.3 discute-se especificamente alguns caminhos pelos quais hiperinflações de caráter explosivo poderiam ser geradas e, por fim, a seção 6.4 traz comentários sobre os fins das hiperinflações.

---

[174] *Originalmente publicada na coletânea "Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica", organizada por José Márcio Rego para a Editora Bienal, São Paulo, 1990. O trabalho teve origem numa encomenda da Companhia Souza Cruz Indústria e Comércio, e foi reproduzido em incontáveis seminários em empresas durante os anos de 1988 e 1989. Aqui na versão original atualizada apenas no tocante a datas e eventos.*

6.1 Introdução: noções básicas

Um primeiro ponto definicional importante diz respeito à própria noção de hiperinflação: tradicionalmente se considera que uma hiperinflação começa quando a inflação mensal alcança 50% e termina quando cai abaixo disso por mais de um ano. Segundo esta definição, a história da civilização ocidental registra não mais de uma dúzia de episódios deste tipo. Com exceção dos episódios recentes na Europa Central, e da Nicarágua, todos eles estão relacionados na Tabela 6.1 abaixo.

Tabela 6.1
Casos conhecidos de hiperinflação

país	começou@	acabou	duração#	média*	pior mês*
década de 1920					
Áustria	Out/1921	Ago/1922	11	47	134
Alemanha	Ago/1922	Nov/1923	16	322	32.400
Hungria(1ª)	Mar/1923	Fev/1924	10	46	98
Polônia	Jan/1923	Jan/1924	11	81	275
União Sov.	Dez/1921	Jan/1924	26	57	213
década de 1940					
Hungria(2ª)	Ago/1945	Jul/1946	12	19.800	$4{,}2 \times 10^{15}$
Grécia	Nov/1943	Nov/1944	11	365	8.500.000
China	Set/1945	Maio/1949	44	78	2.565
década de 1980					
Bolívia	Abr/1984	Set/1985	18	46	183
Argentina	Abr/1989	Jan/1991	32	67	196
Peru	Jan/1989	Set/1990	21	51	412
Brasil	Nov/1989	Mar/1990	5	62	84

@ O primeiro mês em que atingiu 50%. # Em meses. * Taxas mensais nos meses em que durou a hiperinflação nos termos da definição.

É claro que se observam muitos outros processos inflacionários virulentos, mas onde as taxas observadas não che-

garam a alcançar os 50%. De fato, à luz da experiência da América Latina, é fácil concluir que a fronteira entre as inflações intermediárias (entre 10% e 50%) dos anos 70 e 80 e as experiências normalmente tomadas como "clássicas" é cada vez menos clara. Na verdade, não há nada de qualitativamente diferente entre as hiperinflações mais "amenas" da Tabela 6.1 e as inflações mais altas dos anos recentes. O termo hiperinflação é apenas um substantivo, no idioma economês, para designar inflações muito altas, e sendo assim, é difícil distinguir inflações altas "comuns" e as "muito altas". O importante a observar é que todas essas inflações altas se parecem.

A característica principal de todas elas é a presença da "memória", ou seja, o fato de que a inflação é grandemente determinada pelo seu próprio passado. Além disso, a inflação incorpora "choques" para cima ou para baixo, que são cristalizados pela "memória" do processo em novos "patamares". As inflações diferem, por vezes muito significativamente, no tocante à extensão da memória, ou à natureza da indexação, por exemplo, e também quanto ao tamanho dos choques envolvidos. Há muito pouca divergência entre os economistas de diferentes escolas de pensamento no que tange ao reconhecimento desse padrão "auto-regressivo": diferenças existem, e estas não são poucas, no que diz respeito aos mecanismos que produzem esse padrão.

Deve-se ter em mente que esse padrão "inercial", ou auto-regressivo, característico de todos os casos da Tabela 6.1, pode prosseguir durante muito tempo e com números muito altos, sem que necessariamente haja uma explosão. Na verdade, das hiperinflações da Tabela 6.1 apenas três "explodiram", como veremos a seguir. Nos casos europeus a inflação começa com a Guerra de 1914 (para os casos dos anos 20) quando as inflações começam a crescer a partir de uns 100% anuais, e somente chegaram aos níveis hiperinflacionários quase dez anos depois. Nos casos das inflações latino-americanas mais recentes, sabe-se que a inflação existe há várias décadas, mas que começa a se acelerar bastante (em relação às médias históricas) apenas a partir dos choques do petróleo. Não é claro

que essas inflações devam necessariamente atingir níveis hiperinflacionários e, menos ainda, que devam " explodir". Sem embargo, algo qualitativamente diferente parece ocorrer em certa altura nos casos da Alemanha, Hungria (a 2ª) e Grécia como se pode ver na Tabela 6.2 .

Tabela 6.2
Inflações "explosivas"#

Alemanha		Grécia		Hungria	
Jun/1923	137	Jun/1944	23	Fev/1946	503
Jul/1923	286	Jul/1944	188	Mar/1946	303
Ago/1923	1.162	Ago/1944	556	Abr/1946	1.811
Set/1923	2.437	Set/1944	675	Maio/1946	31.381
Out/1923	32.400	Out/1944	13.800	Jun/1946	8.467.105
Nov/1923	10.128	Nov/1944	8.500.000	Jul/1946	41.881trilhões

taxas mensais

Observa-se aí uma verdadeira "explosão" de preços. Certamente temos aí um padrão diferente do padrão autoregressivo dos outros casos. Este fenômeno de "explosão" talvez seja o que genuinamente devesse ser chamado de hiperinflação: observa-se aí uma desmoralização total da moeda e seus substitutos financeiros domésticos e uma maciça corrida na direção de mercadorias e moedas estrangeiras. Note-se também que este raro fenômeno não atingiu apenas duas repúblicas balcânicas submetidas a governos comunistas fantoches e irresponsáveis em meio às devastações de uma guerra mundial, mas também a segunda maior potência industrial do planeta: a Alemanha. Não é por outro motivo que a hiperinflação alemã tem atraído tanto a atenção dos pesquisadores.

6.2 Características de economias sob alta inflação

A inflação afeta a organização da atividade produtiva de variadas formas. Em inflações muito altas, os comportamentos "defensivos" das empresas e dos indivíduos adqui-

rem características muito especiais e, dessa forma, transformam o funcionamento da economia em várias instâncias.

6.2.1 Indexação e "dolarização"

O surgimento da indexação, especialmente salarial e financeira, como resposta "defensiva" à inflação é uma velha história. A ocorrência de "escalas móveis", reajustes de acordo com custos, e a proteção do poder de compra dos ativos financeiros são tão velhas quanto a própria inflação. No Brasil a indexação foi oficialmente adotada após 1964 como mecanismo de administração centralizada da política salarial. Simultaneamente, com a introdução da indexação financeira para os títulos públicos, criava-se um meio de se permitir o financiamento "não inflacionário" (sem recurso à emissão de moeda) do déficit público. No tocante à indexação salarial, a experiência brasileira revelou um traço geral importante, qual seja, o de que a indexação salarial é sempre imperfeita, pois os salários estão sempre "correndo atrás" dos preços, os quais são fixados pelas empresas em função dos custos (e dentre estes os salários). Dessa maneira, o poder de fixar preços se mostra fundamental nessa corrida contra a inflação.

A redução na periodicidade dos reajustes salariais é um traço comum a todos episódios inflacionários. Na verdade, essa redução na duração dos contratos se observa, de forma mais geral, em economias inflacionárias. Os problemas começam a se tornar sérios mais ou menos na altura quando os reajustes salariais se tornam mensais, o que tipicamente ocorre quando a inflação mensal ultrapassa 20% ao mês. Todo o problema aí é que se torna difícil praticar a indexação por causa dos problemas de se produzir um índice com tanta rapidez. Nos casos clássicos de hiperinflação isso se revelou uma dificuldade muito séria: como esses países não tinham uma experiência passada de inflação, tiveram grandes dificuldades em montar as máquinas de coleta e processamento dos índices de preço em escala nacional. A existência e utilização

dos índices é fundamental para se evitar uma explosão inflacionária, e a razão básica é que a prática da "indexação sem índices" resulta no uso das expectativas de inflação como parâmetro para os reajustes e a experiência mostra que é justamente nessa altura que o processo começa a se tornar incontrolável e a perspectiva de explosão começa a se fazer presente.

Nos casos clássicos de hiperinflação este é tipicamente o momento onde começa a chamada "dolarização": quando os índices de preço disponíveis começam a servir pouco para informar sobre a inflação que está acontecendo, ou que virá nas próximas semanas, o público se volta para o mercado de câmbio (ou mercados de ativos financeiros de risco), onde os "índices" estão disponíveis todo o dia, e começa a orientar seus reajustes de preço a partir daí. O Brasil não chegou a atingir esse ponto, pois a indexação continua sendo feita com base em índices mensais e funcionando satisfatoriamente, apesar de alguns significativos contratempos ao longo dos últimos anos. Já na Argentina a dolarização é bem mais avançada, embora não tanto quanto economias como a Bolívia ou Israel. De qualquer modo, o nível de inflação a partir do qual a economia se "dolariza" depende do grau de abertura financeira, que é sabidamente grande em Israel e Bolívia e significativo (bem mais que para nós) na Argentina (os títulos da dívida pública argentina, por exemplo, são todos dolarizados, ou seja, indexados pelo dólar).

Por tudo isso é possível imaginar que, com a aceleração da inflação, mais e mais as antecipações e expectativas se tornam importantes na determinação de preços e salários, que dessa forma se tornam cada vez menos "ancorados". E com isso a inflação e os preços relativos reais se tornam mais e mais voláteis. Assim sendo quaisquer "freios" introduzidos nos dissídios e reajustes de preços se tornam importantes para se evitar choques violentos. De modo algum, no entanto, "freios" do tipo *ad hoc* aos reajustes (expurgos eventuais, por exemplo) significam uma estabilização da inflação em um certo "patamar". Esta é uma situação (quando os reajustes de

preços e salários são governados por expectativas) altamente instável, onde a volatilidade da própria inflação pode funcionar como um fator a determinar a sua aceleração.

É preciso observar também que a indexação — ou mais precisamente a existência de um indexador "limpo", que reflita com precisão a inflação efetivamente ocorrida — cumpre um papel importante para a economia na medida em que funciona como um seguro contra variações imprevistas na inflação. Na ausência de um bom indexador os agentes se voltam para indexadores que trazem informações confusas sobre a inflação que está acontecendo (dólar paralelo, mercados futuros etc.) e cometem erros com muito mais freqüência. Estes erros levam a ganhos de capital e preços e salários "errados" cuja correção, via de regra, envolve "realinhamentos" grandes que sinalizam a aceleração da inflação.

6.2.2 Padrões de retenção de ativos (1): a desmonetização

As mudanças bruscas e drásticas nos padrões de retenção de ativos são bastante características das inflações altas. É muito provável que esteja justamente aí a chave para o raro fenômeno da "explosão" mencionado na seção 6.1. O primeiro efeito básico da inflação sobre o padrão de retenção de ativos é a chamada desmonetização, ou a redução do valor da moeda em circulação ou a redução da razão moeda/PIB, ou o aumento da velocidade de circulação da moeda. O fenômeno é observado muito claramente no Brasil.

Da mesma forma, esse fenômeno da desmonetização se observa em maior ou menor escala em todos os casos estudados de inflação baixa ou alta, sendo que nos casos clássicos das hiperinflações o fenômeno chega a atingir proporções dramáticas. Uma das principais questões, e talvez um dos pontos mais importantes em se tratando da dinâmica da inflação e das possibilidades de se gerar uma hiperinflação, é relativo às conseqüências do processo de desmonetização. A questão básica é para onde vai a riqueza que foge da moeda.

A desmonetização significa basicamente que o público foge da moeda que "derrete" com a inflação gastando-a mais rápido (comprando mercadorias), retendo em média mais estoques, comprando outros ativos (títulos, cadernetas de poupança, moeda estrangeira). Na verdade, a procura de outros ativos protegidos da inflação se torna um problema de extraordinária importância. Tome-se o Brasil, por exemplo: o fato da razão M1/PIB reduzir-se de 17.6% em 1972 para 8% em 1985, e em seguida para menos de 1% em 1994, significa que um montante substancial de riqueza foi deslocado para outros ativos e outros usos, de modo que a existência de outros ativos para os quais esta riqueza "migre" é de fundamental importância para o futuro da inflação.

Nos casos clássicos de hiperinflação a inexistência de títulos ou outros ativos indexados "direcionou" o processo de desmonetização para moedas estrangeiras, o que tinha um efeito devastador no tocante à própria inflação, pois ao correr para o dólar o público forçava a depreciação do câmbio, o que tinha um impacto inflacionário forte e direto. A existência de títulos indexados no Brasil bloqueia este processo de maciça fuga de capitais como forma de defesa da inflação. Isto também é verdade para Argentina e Israel, os quais, no entanto, viam-se forçados a oferecer títulos indexados ao dólar. Já para a Bolívia, não havia outro ativo que servisse como "escoadouro" para a desmonetização: a fuga do peso tinha o dólar como destino, o que forçava para o alto as cotações deste, o que pressionava ainda mais a inflação. A inflação boliviana se revelou, por isso mesmo, muito semelhante às hiperinflações européias clássicas.

É claro que outro caminho para a riqueza que foge da moeda, principalmente se não há ativos financeiros, é o das mercadorias: consumidores antecipam compras e estocam produtos, produtores elevam estoques médios (quando não há a alternativa — sem dúvida melhor — de reter títulos indexados líquidos ou moeda estrangeira) ou antecipam compras de equipamentos e instalações, tudo isso com efeitos seríssimos sobre a inflação e sobre o andamento da atividade

produtiva. Há uma tendência "artificial" no sentido de se aumentar o consumo cada vez que a inflação se acelera, e pelo lado das empresas, a problemática de se produzir protegendo o capital de giro se torna cada vez mais complexa. Nessas condições, se observa uma paradoxal mistura de desarticulação com um doentio aquecimento da atividade produtiva.

Essa fuga para mercadorias, no entanto, é bloqueada de forma bastante eficaz pela existência de ativos financeiros que sirvam como "defesas" para a inflação ou como "escoadouro" para a desmonetização. Assim sendo, no caso brasileiro, a existência de títulos públicos confiáveis e líquidos, bem como ativos como as cadernetas de poupança , é crucial como freio a uma fuga maciça para mercadorias ou moedas estrangeiras.

6.2.3 Padrões de retenção de ativos(2): qualidade das defesas contra a inflação

Um fenômeno claramente observado nas inflações altas é a elevação progressiva da parcela da riqueza total da economia retida sob forma financeira, isto é, o público progressivamente abandona as imobilizações (estoques, imóveis etc.) em benefício de aplicações financeiras líquidas (daí o fato de que o aumento da parcela sobre o PIB dos ativos indexados — da ordem de 50% — ter sido maior do que a redução na parcela correspondente à moeda). Em função disso, a tendência, à medida que a inflação se acelera, é no sentido de se pressionar para baixo os preços dessas imobilizações. Os imóveis, por exemplo, assim como as mercadorias, tendem desfrutar cada vez menos da preferência do público (enquanto defesas contra a inflação) em um contexto inflacionário por um motivo muito simples: enquanto instrumentos de *hedge* contra a inflação, existem outros ativos muito mais apropriados. Sabe-se, por exemplo, que a dispersão dos preços relativos reais aumenta muito com o nível de inflação, o que basicamente significa que os preços de mercadori-

as individuais ora se encontra defasado, ora aumenta mais que a média, ou seja, os preços reais das mercadorias vibram crescentemente de acordo com o nível de inflação. Por isso, é arriscado reter uma mercadoria específica para se proteger da inflação: é melhor manter um grupo delas para diluir o risco. Trata-se, portanto, do princípio básico da diversificação como estratégia para minimizar riscos: melhor que reter uma é reter várias mercadorias e de preferência as mesmas que componham o índice de inflação. E melhor que reter as mercadorias é "comprar o índice" (como se faz com ações), o que nesse caso significa exatamente comprar um papel indexado. Isso basicamente implica dizer que o público prefere fugir para ativos financeiros, em se tratando de mercadorias. Esse mesmo argumento vale para imóveis, que são ativos heterogêneos e que podem ou não se valorizar de acordo com a inflação, além de sofrerem do problema de pouca liquidez e de restrições às rendas geradas (lei do inquilinato etc.). Por isso tudo, quem possui uma unidade monetária em imóveis rapidamente se convence que é preferível tê-la em títulos públicos, mas ao colocar os imóveis à venda, os preços destes se deprimem, e depois de vendidos, quando os seus antigos donos correm para os títulos pressionam para cima os preços destas. Assim, observa-se que o valor da riqueza da economia que é guardada em títulos indexados líquidos, aumenta e o valor de mercado dos imóveis cai. Em um contexto de hiperinflação (e isso de fato se observa nas experiências européias clássicas), os preços dos imóveis chegam a atingir valores irrisórios. É claro que este argumento pressupõe das duas uma: o acesso à moeda estrangeira ou a títulos públicos indexados e livres de riscos de "calote". Para o nosso caso em particular deve-se notar que a presença de risco de *default*, cada vez mais claro e percebido ao longo de 1989, resulta em deteriorar a qualidade dos títulos revertendo a fuga da moeda na direção de ativos reais e mercadorias.

6.2.4 Ativos de risco e dinâmica da inflação

Um outro fenômeno que tem despertado a curiosidade dos economistas é o crescimento dos volumes negociados e a proliferação das modalidades de operações com ativos de risco. No Brasil observa-se claramente o surgimento e o extraordinário crescimento dos mercados futuros, o espantoso crescimento dos volumes negociados a termo, por opções e por índices nas bolsas de valores além da organização de diversos outros mercados "especulativos" ou "do risco" na economia brasileira nos últimos anos. Esse fenômeno tem sido atribuído a uma série de motivos, boa parte dos quais associados ao próprio crescimento dos produtos financeiros derivativos em escala mundial.

O crescimento dos volumes negociados em ativos de risco pode ser explicado, por outro lado, por outra característica das inflações altas: a crescente divergência/dispersão das expectativas de inflação. Em última instância, o que motiva a negociação em mercados de risco é a diferença de opinião. Se todos pensam da mesma forma em um determinado momento, então só há compradores ou só há vendedores, e dessa forma não há negócios. Se a inflação faz crescer as divergências de opinião ela certamente fará crescer os volumes negociados em mercados de risco, e as trocas de risco através de operações de *swap*.

Este crescimento da importância dos mercados de risco e futuros no contexto de uma economia sob alta inflação é importante pois a existência desses mercados termina modificando a natureza da própria inflação. Os mercados "de risco" são quase que totalmente governados pelas expectativas (na verdade pelas diferenças nas expectativas) dos participantes de modo que são mercados onde as cotações são voláteis pois refletem imediatamente as mudanças nos humores do público e as últimas notícias. As cotações desses mercados tendem a funcionar como sinalizadores ou termômetros da saúde econômico-financeira do país. Esses mercados se tornam, por excelência, a fonte de informação para

prognósticos e antecipações para a inflação, inclusive para que estas expectativas podem ser cristalizadas em *hedges* cobertos. Assim sendo, com o crescimento da importância desses mercados de risco cresce também de importância o papel das expectativas de inflação na determinação da própria inflação, de modo que a tendência é no sentido da inflação se tornar mais e mais volátil. Assim sendo, a disseminação progressiva desses mercados constitui em si uma indicação de que o processo inflacionário se torna mais e mais instável.

6.2.5 Crédito, liquidez e prazos

É interessante observar que os ativos disponíveis na economia são os passivos de alguém, e em particular os ativos financeiros correspondem obviamente aos passivos das instituições financeiras. Assim sendo, toda essa problemática envolvendo as preferências do público no tocante aos ativos financeiros resulta em que essas preferências determinam o perfil do passivo das instituições financeiras, e disso resulta que é também determinado o perfil do ativo dessas mesmas instituições, ou o perfil de suas aplicações. Assim sendo, quando o público se move para ativos mais líquidos, ou mais curtos, o perfil do passivo dessas instituições vai se tornando mais curto. Naturalmente, a "duração" do ativo reflete a "duração" do passivo, de modo que o encurtamento do passivo resulta inevitavalmente no encolhimento dos prazos das aplicações. As instituições financeiras se especializam em emprestar para prazos curtíssimos: o crédito de médio prazo se torna algo muito caro (o de longo prazo nem se fala). Isso se deve basicamente ao fato de que, para emprestar "longo", a instituição financeira precisa, ou emprestar mais longo do que capta (com isso se tornando mais vulnerável), ou "casar" a operação longa, o que se torna cada vez mais difícil face à dificuldade de se achar tomadores "longos" a taxas pelas quais seja possível emprestar (com certo *spread*) na outra ponta.

Pelo lado das empresas, ocorre um aumento do que os economistas chamam de "fragilidade financeira". Como as

variâncias dos preços reais das mercadorias (insumos e produtos finais para uma firma) aumentam com a inflação, aumenta também a probabilidade de dificuldades temporárias de caixa. Ou as empresas e as instituições financeiras aumentam o capital de giro para manter-se sempre líquidas, ou aceitam se tornar mais "vulneráveis" do ponto de vista financeiro. O Banco Central, todavia, se vê instado a fornecer liquidez para o sistema de modo a não fomentar esta fragilidade. Dessa forma, para evitar riscos que atingem diretamente a "saúde" e a "qualidade" dos ativos que estão represando a desmonetização é preciso que o BC se coloque na posição de um *lender-of-last-resort* incondicional e cotidiano, ou seja, aceite trocar "quase moedas" por moeda cotidianamente e sem maiores dificuldades. Com isso a " passividade" da política monetária surge de forma quase que natural à medida que a inflação de acelera.

6.2.6 Concentração industrial e verticalização

A relação entre concentração industrial horizontal e vertical e inflação é freqüentemente observada, e pode ser atribuída a duas ordens de considerações: (a) é comum observar-se um forte movimento de fusões e aquisições (que muitas vezes resulta em desnacionalização) motivado pelo baixo preço das ações (*vis-à-vis* seus valores patrimoniais). Mas isso não é uma regra geral. O modo como o preço das ações é influenciado pela inflação é ambíguo. Por um lado, a contrapartida real que as ações oferecem significa a mesma desvantagem que têm os imóveis ou mercadorias para funcionar como *hedge* inflacionário: é melhor ter um grupo do que um, é melhor "comprar o índice" e ainda melhor é comprar um papel indexado. Por outro lado, as ações são ativos de risco e de pronta negociabilidade, e em função disso se beneficiam da tendência geral da economia no sentido de operações com ativos de risco. A disponibilidade de outros ativos de risco pode certamente afetar a força dessa influência positiva da inflação sobre o mercado de ações e assim, do

balanço das influências negativas e positivas resulta o efeito final, que no caso brasileiro parece ser negativo, isto é, a inflação parece afetar negativamente o mercado de ações (é claro que esta experiência pode não se repetir no futuro pois o balanço de forças pode se alterar).

Encontrando-se as cotações de ações muito baixas nos momentos de maior aceleração inflacionária, cria-se um estímulo para aquisições que tende a se traduzir em maior concentração industrial vertical e horizontal. Além disso é preciso considerar também (b) os estímulos (não derivados dos preços das ações) para as empresas de verticalizarem e/ou absorver concorrentes. No caso da verticalização, o interessante a observar é que a inflação tende a tornar mais tensa a relação com fornecedores, pois nesta relação a componente financeira é muito importante, o que se observa de forma clara no cabo de guerra que se estabelece em torno das reduções dos prazos de pagamento e de recebimento. Os custos de se manterem relações estáveis vão aumentando com a inflação e a partir daí cresce também o incentivo para se internalizar esses mercados. Além disso, existe o fato de que a verticalização reduz os danos causados por controles de preços nos estágios intermediários de produção, o que pode ser importante em um país como este.

6.2.7 Finanças públicas

A dinâmica das finanças públicas sob condições de alta inflação é assunto muito complexo. A primeira observação a ser feita a este respeito é muito antiga: a inflação tem as características de um imposto que incide sobre os detentores da moeda. O ponto é muito simples: ao pintar desenhos em determinados pedaços de papel, o governo aufere uma receita bastante significativa pois estes papéis passam a valer bem mais que o custo da pintura. O governo utiliza esses papéis para comprar mercadorias e serviços ou para pagar as contas que não conseguiu pagar com a receita tributária convencional. Esta "receita inflacionária" do governo tem assumido

importância crescente no contexto das contas do setor público no Brasil.

É importante observar que quanto menos dinheiro no bolso os agentes tiverem maior deverá ser a "alíquota" do imposto, isto é, a taxa de inflação, para se produzir a mesma receita. No entanto, um aumento da taxa de inflação, não necessariamente eleva a receita inflacionária do governo (ou o imposto inflacionário) pois o aumento da inflação reduz a "base tributária", ou seja, os valores reais de M1 e da base monetária reduzem-se consideravelmente em função da inflação. Como então se comporta a receita do imposto inflacionário para diferentes níveis de inflação? A solução que os economistas encontraram (cuja construção não vale à pena reproduzir) pode ser vista no gráfico 6.1 adiante, que mostra o quanto é possível "arrecadar" à cada taxa de inflação.

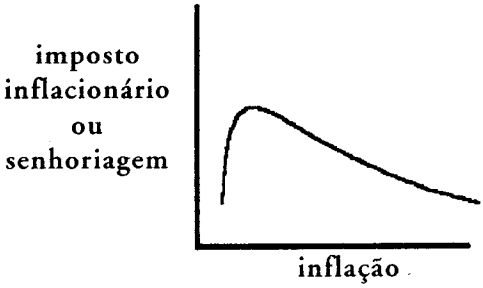


Gráfico 6.1: Imposto inflacionário e inflação

No eixo horizontal medimos a taxa de inflação e no vertical a receita do imposto inflacionário como proporção do PIB. No gráfico se observa que a receita do "imposto inflacionário" é crescente até certo ponto, onde atinge um máximo. A partir daí a receita é decrescente, tornando-se muito pequena à medida que a inflação atinge números muito grandes. O gráfico acima conduz a algumas conjecturas interessantes no tocante às finanças públicas sob alta inflação. A interpretação de muitos autores para a geração das hiperinflações européias clássicas baseia-se justamente neste gráfico. Argumenta-se que aqueles governos mantinham déficits fiscais

crescentes e os financiavam sem problemas através do imposto inflacionário até o ponto onde foi atingido o nível crítico de inflação, a partir do qual a receita inflacionária começou a cair. Nesse ponto os governos começaram a experimentar dificuldades de financiar seu déficit e passaram a ter de emitir dinheiro mais rápido do que os agentes eram capazes de perceber. Era preciso basicamente "enganar" os agentes continuamente (fazendo-os aceitar dinheiro que no momento seguinte valeria bem menos do que os agentes estavam esperando), mas à medida que as expectativas iam se ajustando, a expansão monetária necessária para produzir o mesmo nível de receita inflacionária ia simplesmente tendendo a infinito, e com ela a inflação.

A grande questão relativa ao papel da dívida pública no financiamento do governo é relativa a quanto (e a que custo) é possível gerar através da expansão da dívida pública. Há dois condicionantes básicos à capacidade do público de absorver títulos públicos: (a) em primeiro lugar, a aceleração da inflação produz desmonetização, o que deságua nos títulos públicos; e (b) em segundo lugar, à medida que a inflação se acelera, cresce a preferência do público por títulos públicos *vis-à-vis* outros ativos menos líquidos, em particular imóveis e mercadorias. Por essas razões a disposição do público de absorver títulos públicos é crescente quando a inflação começa a se acelerar. Todavia, à medida que o processo inflacionário avança, ambas as influências vão se tornando mais fracas: os deslocamentos marginais de moeda para títulos vão se tornando cada vez menores (basicamente porque a razão M1/PIB chega a valores bastante reduzidos, de modo que reduções adicionais vão se tornando cada vez menores em termos absolutos) e também a desimobilização em benefício dos títulos públicos líquidos começa a se operar a um ritmo menor ou porque a proporção da riqueza total da economia mantida em títulos públicos já é alta, ou porque os preços dos imóveis já se encontram suficientemente baixos para desencorajar as vendas. Dessa forma, o que se observa é que a capacidade ou a disposição do público para absorver

títulos públicos (considerando que o rendimento desses títulos é exatamente igual à inflação) aumenta muito no início do processo inflacionário mas cresce a taxas decrescentes, devendo atingir um certo limite. A partir daí a colocação de títulos passa a depender do oferecimento de maiores taxas de juro, o que por sua vez pode afetar o deficit público na medida em que essas maiores taxas de juros oneram o serviço da dívida pública em circulação. Isto pode ser visto no Gráfico 6.2 abaixo:

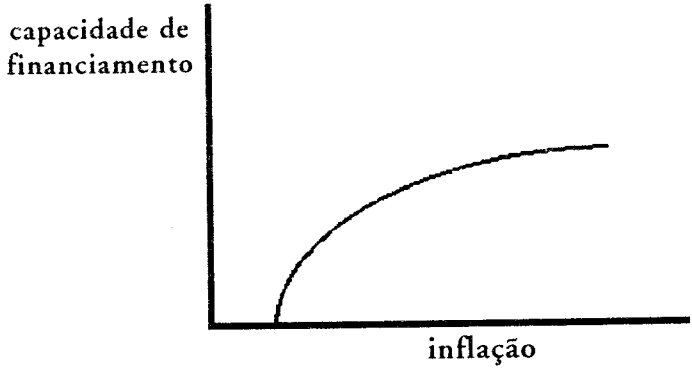


Gráfico 6.2: Capacidade do público para absorver títulos indexados

No eixo horizontal medimos a taxa de inflação (ou a inflação) esperada, e no eixo vertical a quantidade real (como proporção do PIB) de títulos públicos que o público estaria disposto a absorver para uma determinada taxa de inflação. A curva indica a capacidade do público em absorver moeda e títulos públicos indexados a cada nível de inflação. É fácil var que se as condições fiscais deterioram o governo é forçado a oferecer aos poupadores uma taxa de juro cada vez maior que a taxa de inflação, o que eleva, para cada nível de inflação, a disposição do público em reter títulos públicos. Assim sendo, para tornar possível o financiamento de déficits de grandes proporções sem gerar uma hiperinflação, o governo terá necessariamente de manter uma taxa de juros muito alta, e tanto mais alta quanto maior for o nível da inflação.

6.3 Inflação explosiva

Pelo que discutimos na seção 6.1 pode-se pensar basicamente em uma inflação do tipo "inercial" com tendência ascendente prosseguindo quase que indefinidamente, apenas aprofundando cada um dos processos descritos acima. Todavia, algum choque exógeno — uma crise cambial, por exemplo — pode desarticular este regime e produzir uma hiperinflação do raro tipo explosivo. Esta seção explora duas áreas especialmente sensíveis nesse domínio: problemas com a dívida interna e a possibilidade da introdução de uma moeda indexada.

6.3.1 Hiperinflação e dívida interna

Vimos na seção 6.2.2 que a inflação provoca um movimento de "fuga" da moeda que leva a riqueza a assentar-se em outros ativos imunes total ou parcialmente à inflação. Esse processo de desmonetização deságua principalmente nos ativos financeiros mais líquidos, e no caso brasileiro esse papel de "escoadouro" para a desmonetização tem sido desempenhado pelos títulos do governo, pelos depósitos a prazo e de poupança. Além disso, observamos também na seção 6.2.3 que com a aceleração da inflação há uma tendência para o aumento da razão riqueza financeira/riqueza total, que resulta do fato de que a qualidade dos ativos financeiros líquidos como *hedges* inflacionários é melhor que a associada aos ativos reais e mercadorias. É com base nestas observações que é possível conceber cenários de hiperinflação no Brasil provocada por crises financeiras.

No caso das hiperinflações "clássicas" (lembrar que nesses países não havia títulos indexados) observa-se que o movimento de desmonetização deságua principalmente sobre as moedas estrangeiras, com isso pressionando a taxa de câmbio, e sobre as mercadorias, com isso afetando os preços diretamente. A ordem de magnitude desses movimentos é enorme e por isso seus efeitos são devastadores: Tome-se, por

exemplo, a Alemanha de 1923 para a qual o estoque de moeda (M1) como proporção do PIB em condições de estabilidade de preços era da ordem de 30%. Com a inflação se acelerando e tendendo a infinito, essa razão (M1/PIB) tende a zero, e com isso um volume de riqueza da ordem de 30% do PIB sai à procura de outros ativos. Se, por exemplo, 2/3 dessa fuga se dirigem para moedas estrangeiras isso implica que a demanda por dólares é elevada, em 20% do PIB, ou seja, observam-se "fugas de capital" (no sentido contábil do balanço de pagamentos) cuja magnitude é quase igual a um ano inteiro de importações (que para a Alemanha representavam em média cerca de 25% do PIB). Os efeitos sobre o mercado de câmbio são incalculáveis. Da mesma forma, o restante da desmonetização se dirige para mercadorias (que representa 10% do PIB), representa um acréscimo à demanda por consumo da ordem de 20% (como a demanda por consumo representa em geral algo próximo a 70% do PIB, um acréscimo no valor de 10% do PIB de 15% no total consumido), o que é totalmente desproporcional às flutuações habituais da demanda por consumo (da ordem de um ou dois pontos percentuais do PIB no máximo).

É interessante como ilustração repetir esse exercício para o Brasil. A razão M1/PIB a preços estáveis em nosso caso seria algo como 15%. Com a inflação tendendo a infinito e não havendo ativos financeiros confiáveis (títulos públicos indexados, CDBs ou cadernetas de poupança) para onde escapar, teríamos uma fuga exclusivamente para mercadorias e ativos de risco. O que ocorreria, por exemplo, se observássemos um acréscimo de demanda "por consumo" da ordem de 14% do PIB no período de, digamos, seis meses? E se considerarmos também que os efeitos multiplicadores praticamente dobram o acréscimo original de demanda? É claro que não há a menor dúvida de que este é um cenário de hiperinflação e do tipo "explosivo". Para se ter uma idéia das magnitudes envolvidas basta lembrar que a saudosa febre consumista observada durante o Plano Cruzado foi produzida por transferências de renda (via fim do imposto inflacionário e abonos salariais) que

determinaram um acréscimo na demanda por consumo em um valor entre 1% e 1.2% do PIB. É claro que uma "febre consumista" 10 vezes maior traria uma hiperinflação. É preciso observar, no entanto, que este é o cenário que resulta de uma total perda de confiança na moeda e nos títulos públicos. Pode-se muito bem observar o mesmo fenômeno mas em menor escala. Um cenário não tão dramático seria, por exemplo, o de uma deterioração na qualidade dos títulos públicos. Nessa eventualidade teríamos uma fuga dos títulos públicos que não seria total, e que poderia ter impacto inflacionário bastante significativo. Todo o problema é que esses abalos "parciais" na confiança podem facilmente se tornar incontroláveis se a fuga adquire o aspecto de uma crise financeira.

6.3.2 A BTNização

A tendência, comum a todas as inflações altas, no sentido de se cotar preços em termos de uma moeda estável (dólares ou BTNs, por exemplo) já era bastante visível no Brasil de 1988. Isso resulta, na verdade, da disseminação da indexação (ou dolarização), ou da total ausência de ilusão monetária na economia. Isso basicamente indica que a moeda nacional não desempenha adequadamente sua função de "unidade de conta", e os agentes passam a utiliar outras unidades de conta melhores: BTNs, UNIFs, UPCs, MVRs, cotas de fundos ao portador, dólares etc. Para muitos autores está justamente aí o primeiro passo para a reforma monetária: se todos fazem contas em BTNs, por que não emitir notas ao portador no valor de 1/4, 1/2, 1 ou 5 OTNs e utilizar a BTN também como meio de pagamentos? A inflação em BTN não seria, por definição, nula?

Esses pensamentos orientaram, em grande medida, as discussões que precederam o Plano Cruzado, mas a BTNização da economia (o plano Larida) terminou substituída pelo "choque heterodoxo" do professor Francisco Lopes. Com o fracasso do Cruzado, a BTNização voltou a ser contemplada em várias ocasiões. Como seria a BTNização?

É preciso notar, em primeiro lugar, que o surgimento de "moedas indexadas", ou "moedas de valor estável", teve lugar em várias das hiperinflações clássicas, e em geral de maneira espontânea. Na Alemanha, principalmente, observou-se uma enorme quantidade de "moedas de valor estável" (indexadas) com paridade com relação ao dólar (ou à libra, ou ao preço internacional do carvão ou dos cereais) emitidas por entidades privadas (bancos, municipalidades, igrejas, sindicatos patronais, etc.) como vimos no Capítulo 4. É interessante observar que quando o governo percebe o sucesso desses experimentos, ou que estas moedas desfrutam da aceitação do público, emite os seus próprios títulos da dívida pública "com valor estável" (indexados ao dólar, ao portador e denominados em pequenos valores, 25 *cents*, 50 *cents*, 1 dólar etc.), é justamente o momento quando a inflação, medida em termos da moeda "antiga", explode. Da mesma forma, na Hungria em 1946, a inflação em termos da moeda antiga entra em uma trajetória explosiva logo após a introdução de uma moeda indexada (*o pengö*).

Em função disso, é possível sugerir que a introdução de novas moedas indexadas termina provocando uma hiperinflação na moeda "antiga". É fácil ver o motivo: a presença de notas de BTN ao portador e em pequenas denominações, por exemplo, estimula os agentes a se livrarem da velha moeda em troca da nova. É natural que com isso todos prefiram ser pagos em moeda "nova" e, se for para receber em moeda "velha", que o preço seja maior. Como ninguém quer ficar com a moeda "velha", ela passa ser uma "batata quente" (o mico preto), cuja velocidade de circulação tende a infinito. A fuga de moeda "velha" induz a que os preços em moeda "velha" rapidamente explodam. Dessa maneira, uma hiperinflação pode ser produzida no contexto da BTNização da economia.

6.4 Como terminam as hiperinflações

A chave para o fim de uma hiperinflação é o próprio processo de desmonetização, ou o abandono progressivo da

moeda nacional, ou seja, a desmonetização) e a BTNização. Por isso mesmo se diz que as hiperinflações trazem o germe de sua própria destruição. Para entender o processo de estabiliação é preciso retornar ao cenário de uma economia sob alta inflação onde os agentes cotam preços e salários e fazem cálculos em alguma moeda estável, o dólar ou a BTN, por exemplo. A estabilização nada mais é que o processo através do qual a economia efetivamente adota uma dessas moedas (ou uma nova moeda conversível em alguma dessas) por inteiro (como reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamentos) e abandona a moeda "velha". Isso é muito fácil de se fazer (difícil é reunir as condições necessárias para fazê-lo) em economias "pequenas" e dolarizadas. Os exemplos clássicos são os fins das hiperinflações na Áustria, Hungria (1ª e 2ª), Polônia, Grécia e Bolívia. Como funciona?

Tome-se por exemplo a Bolívia. Sob preços estáveis, a razão moeda Moeda/PIB é da ordem de 45%, e levando-se em conta que o PIB boliviano é de cerca de US$1.4 bilhões, o valor do estoque moeda a preços estáveis é de aproximadamente US$630 milhões. Com a aceleração da inflação e a conseqüente desmonetização o estoque de moeda chegou a valer apenas US$92 milhões ao fim de 1985. A essa altura a economia se encontrava totalmente dolarizada, ou seja, todos os preços e salários eram cotados em dólares, mas ainda se utilizava a moeda local para se fazer pagamentos. O caminho mais fácil e mais rápido para se terminar a inflação nessas circunstâncias é simplesmente o de fixar a taxa de câmbio entre o dólar e a moeda local. Como os preços em dólares são estáveis, ao fixar a taxa de câmbio a inflação se torna a inflação em dólares, ou seja, zero. Este foi de fato o mecanismo através do qual terminaram as hiperinflações na Áustria, Hungria (1ª e 2ª), Polônia, Grécia e Bolívia. A grande dificuldade em se empreender uma estabilização deste tipo é a de reunir condições para manter a taxa de câmbio assim fixada. No momento em que o governo fixa a taxa de câmbio automaticamente se compromete a vender tantos dólares quanto o público desejar àquela taxa. Quantos dólares, ou

qual o volume de reservas internacionais necessário, para se sustentar essa corrida? Em princípio podemos supor, conservadoramente, que o público desejará converter em dólares toda a moeda boliviana que houver. No primeiro momento existem apenas US$92 milhões em circulação, mas em função da remonetização da economia, esse valor deve se elevar até os US$630 milhões correspondentes à demanda por moeda a preços estáveis (45% do PIB). Dessa forma, em um horizonte de uns poucos meses o governo deve dispor de reservas da ordem de US$630 milhões, se consideramos que o público desejará converter todos os bolivianos (moeda boliviana atual) em dólares. Na verdade a "taxa de conversibilidade" necessária não precisa ser igual a um, isto é, não é preciso haver um dólar imobilizado como reserva para cada volume de bolivianos correspondente a um dólar. Assim sendo, se, por exemplo, uma taxa de conversibilidade de 50% é suficiente para convencer ao público que o governo tem condições de sustentar o câmbio, então isso significa que com um volume de reservas da ordem de US$315 milhões é possível terminar a hiperinflação na Bolívia. Ou seja, com um empréstimo nesse valor, e nossos cálculos estão deliberadamente viesados para cima, a inflação na Bolívia está acabada.

É claro que junto com isso é preciso que o balanço de pagamentos esteja "equilibrado", ou que não haja uma sangria de reservas oriunda de déficits comerciais ou outros pagamentos. Da mesma forma é preciso que o governo pratique políticas fiscais e monetárias minimamente compatíveis com a estabilidade de preços. Essas condições efetivamente se observavam para o caso de todas essas economias (Áustria, Hungria (1ª e 2ª), Polônia, Grécia e Bolívia). Todas obtiveram empréstimos externos para sustentar a estabilização: empréstimos que eram muito grandes do ponto de vista do tamanho da economia do país, mas muito pequenos para os padrões de operação dos mercados financeiros internacionais. Além do que, a Bolívia assinou um acordo com o FMI, o que, se não assegurava, facilitava sobremodo a condução de políticas monetárias e fiscais razoavelmente sadias. Da mes-

ma forma, Áustria e Hungria (na 1ª vez) fizeram acordos com a Liga das Nações (o FMI da época, mais severo e intervencionista que o de hoje).

No caso de países grandes (Alemanha, Rússia e China), esse mesmo tipo de mecanismo não poderia ser acionado, e por uma razão muito simples: os empréstimos necessários seriam grandes demais para serem viáveis. Para ilustrar esse ponto podemos tomar o caso do Brasil. Vamos considerar a razão moeda/PIB a preços estáveis seja da ordem de 15%, e que com metade disso (ou seja com uma "taxa de conversibilidade" de 2/3) seja possível dolarizar a economia, isto é, fixar a taxa de câmbio e vender quantos dólares o público demandar pelos seus cruzados à taxa fixada. O empréstimo necessário seria, portanto, de 7,5% do PIB, ou seja US$45 bilhões em *cash*, uma soma inteiramente fora de qualquer sintonia com as possibilidades do Brasil nos mercados financeiros internacionais (sem contar com o fato de que nem o balanço de pagamentos, nem o panorama fiscal, são apropriados para uma situação de estabilidade de preços).

Assim sendo, o mecanismo de estabilização nessas economias "grandes" é mais complexo que o aplicado às economias pequenas. Nos três casos (Alemanha, Rússia e China) criou-se uma nova moeda não necessariamente conversível no dólar ou em ouro, mas que o público tinha razões para acreditar que era uma moeda "boa". O *rentenmark* alemão e o *chervonetz* russo nada mais eram que moedas indexadas. Além disso, em ambos os casos os países dispunham de vultosas reservas em ouro, e ambos conseguiram substanciais melhorias nos seus balanços de pagamentos através de renegociações de suas dívidas externas (a Alemanha reduz o seu ônus de 80% das exportações para algo em torno de 15% com 5% apenas no primeiro ano [1924] e um empréstimo que cobria 70% dessa obrigação. A Rússia simplesmente repudia sua dívida externa totalmente). Em ambos os casos, também se observaram políticas fiscais e monetárias compatíveis com inflação zero. Por isso tudo, as novas moedas foram aceitas como razoáveis substitutos para o dólar e as ve-

lhas moedas foram totalmente repudiadas. Assim sendo, o elemento básico da estabilização nesses países grandes foi a confiança na nova moeda, ou a credibilidade associada ao programa de estabilização.

II. A inflação e a crise fiscal brasileira

7. Reformas fiscais e os fins de quatro hiperinflações[175]

7.1 Introdução

A maioria das explicações para o fim das hiperinflações européias da década de 1920 atribui papel central a reformas fiscais implementadas de modo mais ou menos simultâneo às respectivas estabilizações.[176] Entretanto, poucos têm sido os esforços no sentido de detalhar a natureza e o conteúdo dessas reformas. Observa-se que os orçamentos foram efetivamente equilibrados muito rapidamente após as estabilizações, mas este fato por si só não significa que estas reformas de fato aconteceram. Sabe-se que a inflação afeta os déficits orçamentários de diferentes formas, e nessa linha o próprio fim da inflação pode ter sido um elemento importante na explicação das súbitas melhorias na situação orçamentária registradas durante essas estabilizações. Este trabalho procura julgar da relevância dessa última possibilidade, o que obviamente implica formar-se um julgamento sobre as explicações "fiscais" para as estabilizações.

Existem pelo menos dois canais através dos quais a inflação afeta os déficits fiscais: pelo lado dos gastos existe a conhecida discussão brasileira em torno da diferença entre déficits "nominais" e segundo o "conceito operacional", e da noção de que é este último o conceito relevante para se avaliar *ex-ante* a necessidade e a magnitude do esforço de austeridade associado a um programa de estabilização[177]. Há despesas

---

[175] *Originalmente publicado na* Revista Brasileira de Economia *41 (4), dezembro de 1987 e, posteriormente, numa versão mais elaborada, sob o título "Fiscal reforms and stabilization: four hyperinflation cases examined" em* The Economic Journal, *Volume 100 (399) março de 1990. A versão original do ensaio beneficia-se de comentários de Giregor Binkert, Luiz A. Correa do Lago, Barry Eichengreen, Jeffrey Sachs, Lance Taylor, Susan Vitka e dos 'referees' das respectivas revistas.*

[176] Notadamente T. Sargent (1982) e C. L. Holtfrerich (1985).

[177] Veja-se, por exemplo, M. Blejer & A. Cheasty (1988) e também V. Tanzi et al. (1987).

que só existem enquanto perdura a inflação (tipicamente pagamentos relativos à correção monetária da dívida pública), pagamentos estes que desapareceriam com o fim da inflação. Nessa última eventualidade de fato observaríamos uma "redução" de gastos, mas que em nada estaria relacionada a qualquer esforço de austeridade. Isto pode ser apropriado para o Brasil, mas em se tratando das hiperinflações européias, conforme ficará claro adiante, observa-se que reduções nos gastos públicos, quando ocorreram, desempenharam um papel secundário na eliminação dos déficits nos quatro casos estudados por Thomas Sargent: a principal contribuição para o equilíbrio orçamentário resultou da melhora na coleta de impostos. Isso nos conduz ao segundo canal através do qual a inflação afeta o déficit fiscal: o chamado "efeito Tanzi", ou a influência da inflação sobre a arrecadação tributária real.[178] Tem sido observado com freqüência, em vários contextos, que os impostos são negativamente afetados pela inflação, um fenômeno também observado por vários autores para os casos das hiperinflações européias.[179] É bastante claro que, na presença deste tipo de efeito, uma estabilização súbita traria automaticamente uma igualmente súbita recuperação da arrecadação tributária real, o que obviamente nada tem que ver com a existência de "reformas" fiscais. É claro, no entanto, que estas podem ter tido algum papel para a obtenção do equilíbrio orçamentário. Cabe, portanto, examinar as medidas fiscais implementadas em cada caso, e estabelecer empiricamente a importância dessas "reformas" *vis-à-vis* a magnitude do "efeito Tanzi".

---

[178] O caso clássico é o da Argentina, e as referências mais comuns a respeito são V. Tanzi (1978) and J. Oliveira (1967).

[179] Veja-se, por exemplo, com relação à experiência alemã. C. Bresciani-Turroni (pp. 66-67), F. Grahan (1930, pp. 37-45), P.C. Witt (1983). Com relação à Polônia veja-se Z. Landau & J. Tomarzewski (1985, pp. 43-44). Com relação à Hungria veja-se L.L. Ecker-Rácz (1933, p. 110). Com relação à Áustria veja-se E. Marz (1948, pp. 501-503).

A rapidez com a qual a estabilização foi alcançada permite uma comparação extraordinária, quase um exercício de estática comparativa, envolvendo o sistema fiscal em condições hiperinflacionárias e sob estabilidade de preços. Para os mesmos quatro países estudados por Thomas Sargent, procuramos estudar em detalhe as medidas implementadas durante o período de estabilização a fim de avaliar precisamente quanto da admirável melhoria na situação fiscal dos quatro países envolvidos se deveu a "reformas" fiscais e/ou cortes de despesa, e quanto se deveu ao efeito da estabilidade de preços sobre as receitas fiscais. Nas próximas seções faremos este "teste" para Áustria, Hungria, Polônia e Alemanha respectivamente. A última seção recapitula as principais conclusões e tece considerações mais gerais acerca das dificuldades fiscais presentes no princípio da década de 1920.

7.2 Áustria e Hungria

É difícil avaliar a situação fiscal austríaca durante o período inflacionário devido às limitadas possibilidades de comparação com a Áustria de 1914, um país cerca de quatro vezes maior que aquele resultante das novas fronteiras fixadas pelos tratados de paz. Também é difícil efetuar comparações com o período anterior à inflação, pois esta tem início antes da própria República. Elaborou-se pela primeira vez um orçamento fiscal para a nova Áustria para o ano fiscal de 1919-1920, um período em que a taxa de câmbio depreciou-se em 437% e a taxa de inflação alcançou 106%. O orçamento seguinte — para o ano fiscal 1920-1921 — cobriu um período em que a inflação foi de 96% e a depreciação cambial atingiu 397%.

A Tabela 7.1 apresenta os resultados das contas fiscais para esses dois primeiros anos fiscais, uma estimativa para o período que vai do fim do segundo ano fiscal até a intervenção da Liga das Nações, e os resultados para os anos de 1923 e 1924 segundo os relatórios da Liga. A tabela oferece uma

comparação interessante entre os dados relativos aos períodos anterior e posterior à estabilização. Apesar de que os dados relativos ao período inflacionário podem estar distorcidos pelo método de deflacionamento, não parece haver dúvidas quanto ao fato de que o nível de gasto público é aproximadamente semelhante durante todo o período coberto pela tabela. Sua composição, entretanto, sofre modificações significativas. Para os dois primeiros orçamentos, por exemplo, subsídios a alimentos, que foram abolidos ao final de 1921, respondem por cerca de 30% do déficit,[180] enquanto que os outros itens importantes de gasto foram os déficits operacionais das empresas públicas, especialmente as ferrovias, e as despesas administrativas associadas ao reconhecidamente excessivo número de funcionários públicos.[181] Segunda a avaliação da Liga das Nações, em outubro de 1922 esses dois itens representavam, respectivamente, 21,8% e 40,4% de um total de 672,5 milhões de coroas de ouro para o total dos gastos em 1922.[182] Dois anos após o início do programa da Liga, durante o ano fiscal de 1924, o total dos gastos atingiu 632,4 milhões de coroas de ouro, sendo que as despesas administrativas alcançaram apenas 29,6%. As demissões correspondentes, contudo, que até dezembro de 1924 tinham atingido 71,349 servidores, levararam a um crescimento significativo nas despesas com aposentadorias e pensões, que aumentaram sua participação sobre o total dos gastos de 6,1% em 1922 para 13,5% em 1924. O déficit das ferrovias foi consideravelmente reduzido, alcançando apenas 12,1% do gasto total em 1924, e, o que é mais importante, dois terços dessas despesas correspondiam a gastos de investimento em programas de eletrificação.

---

[180] J. Van Sickle (1931, p. 74).

[181] A nova Áustria herdou toda a máquina administrativa do antigo império austro-húngaro, que já era considerada superdimensionada para um país de 30 milhões de habitantes, cf. L. Pasvolski (1928, pp. 104-105).

[182] Liga das Nações (1926a, p. 33).

Tabela 7.1
Áustria : execução orçamentária, 1920-1924
(milhões de coroas de ouro)

				1923-1º sem[c]		1923-2º sem[d]			
	1920[a]	1921[a]	1922[b]	estimativa	factual	estimativa	factual	1923[e]	1924[e]
Receitas	211,7	281,4	215,1	158,4	210,5	188,7	272,8	483,3	623,4
Despesas	567,5	673,8	672,5	299,5	296,5	269,4	296,7	593,2	632,4
Deficit	355,8	392,4	457,4	141,1	86,0	80,7	23,9	109,9	9,0
% Rev./Exp.	37,3	41,8	32,0	52,9	71,0	70,0	91,9	81,5	98,6

Fontes e observações: (a) Anos fiscais de 1919/1920 e 1920/1921, de julho a junho, de J. V. Van Sickle (1931, pp. 66 e 72). (b) Estimativas da Liga para Outubro de 1922 anualizadas, de Liga das Nações (1926a, p.33). (c) *Ibid.* p. 49. (d) Diferença entre valores para o ano inteiro de 1923 e a sua primeira metade. (e) Ano fiscal completo, Janeiro-Dezembro, *ibid.* pp.110-111. (f) Estimativas originais do programa de Liga das Nações. Todos os valores convertidos em coroas de ouro com taxas de câmbio médias anuais de J. van Walré de Bordes (1924, pp. 114-139).

A julgar pelo exposto, houve uma significativa modificação na orientação do gasto público, o que, na verdade, correspondia a uma parte substancial do ajustamento da economia austríaca ao desmembramento do antigo Império austro-húngaro. Em grande medida, problemas tais como as deficiências na agricultura de alimentos, excesso de servidores públicos e ferrovias ineficientes, tiveram origem com a própria redefinição das fronteiras do país. Esses problemas de fato requeriam ajustes "estruturais" que viriam a incomodar a nova Áustria por toda a década de 1920.[183] Para nossos propósitos importa tão-somente observar que a solução gradual desses problemas não teria grande influência sobre o nível de gasto público: as demissões seriam compensadas por pensões, gastos sociais e mais do que justificados aumentos de salário real.[184] Além disso, para restaurar a eficiência do sistema ferroviário eram necessárias economias, mas

[183] Veja-se G. Harberler (1982).

[184] Mesmo depois de substanciais aumentos, em 1923, o salário dos servidores públicos de nível médio representava apenas 56%, e os servidores de nível mais elevado não mais que 49% dos níveis de 1914. *International Labor Office* (1925, p. 23).

também vultosas despesas de investimento. Em função disso, a redução nos gastos se revelou problemática para os técnicos da Liga: o máximo que se conseguiu em 1923 com relação a 1922 foi uma redução de 12%, conseguida unicamente graças à suspensão não mais que temporária de toda e qualquer liberação de recursos para gastos de investimento.

A diferença realmente marcante, mostrada na Tabela 7.1 entre os períodos anteriores e posteriores à estabilização, diz respeito às receitas fiscais, que mais do que duplicaram em termos reais de 1922 para 1923. À primeira vista, esse aumento parece associado a possíveis "reformas" introduzidas pela Liga, mas este não é exatamente o caso. O programa proposto pela Liga contemplava um aumento de receita da ordem de 33% no ano fiscal de 1923, o que seria gerado, em primeiro lugar, por uma política de preços "realista" da parte das empresas estatais, e, secundariamente, por novos impostos. Os técnicos da Liga pareciam temer aumentos significativos de arrecadação, pelo menos durante os primeiros estágios do programa. Alguns novos impostos de impacto bastante modesto, tais como um imposto sobre os serviços ferroviários e sobre as vendas, seriam introduzidos em estágios mais avançados do programa; as alíquotas para os impostos diretos, consideradas muito elevadas pelos técnicos da Liga já no seu relatório de 1921,[185] foram na verdade, reduzidas.[186]

O desempenho das receitas fiscais na primeira metade de 1923, o primeiro período do programa da Liga, foi totalmente inesperado não apenas pelo valor, como também pela origem. O novo imposto sobre os serviços ferroviários foi um fracasso, e as receitas das empresas estatais situaram-se bastante abaixo das metas estabelecidas. Por outro lado, as receitas oriundas da tributação direta e dos impostos sobre valor adicionado mais do que duplicaram as estimativas originais da Liga.[187] Estes impostos reagiram fortemente à estabilização da moeda, que subitamente eliminou problemas de subindexação e de defasagens entre fato gerador e coleta de impostos, um fenômeno comum em

[185] *Op. cit.* p. 36.
[186] J. VanSickle (1931, p. 195).
[187] *Op. cit.* p. 50.

países cujos sistemas de arrecadação evoluíram em um contexto de estabilidade de preços. De acordo com um estudo minucioso da tributação direta na Áustria, a arrecadação desses impostos no período de janeiro a outubro de 1921, durante o qual a inflação foi de 156%, alcançou 31,5 milhões de coroas de ouro, tendo atingido 11,1 milhões no período correspondente em 1922, quando a taxa de inflação foi de 1605%. Em contraste, durante os seis primeiros meses de 1923, mesmo com as reduções de alíquotas impostas pela Liga, a arrecadação chegou a 51,4 milhões de coroas de ouro.[188] Assim, graças à estabilização dos preços, e apesar das medidas da Liga, os impostos diretos contribuíram com aproximadamente um quarto de todas as receitas, enquanto o programa da Liga previa 14%, e o valor para a Áustria dos Habsburgo era de 18,7%.[189] Este resultado foi uma demonstração extraordinária dos efeitos da inflação sobre a receita tributária real; o que também pode ser observado em bases mensais na Tabela 7.2.

Tabela 7.2
Áustria e Hungria: orçamentos mensais (para o primeiro período de reconstrução)

	Áustria[b]				Hungria[c]			
mês[a]	despesa	receita	déficit	%	despesa	receita	déficit	%
1	45,4	21,1	24,3	46,5	30,5	17,9	-12,6	58,7
2	52,0	21,7	30,3	41,7	33,8	29,5	-4,3	87,3
3	52,0	35,9	16,1	69,0	36,7	30,9	-5,8	84,2
4	51,1	50,1	1,0	98,0	33,7	35,6	1,9	105,6
5	49,2	40,6	8,6	82,5	34,0	49,2	15,2	144,7
6	46,8	38,6	8,2	82,5	37,2	44,9	7,7	120,7
totais	296,5[d]	208,0[d]	-88,5[d]	70,1[d]	205,9	208,0	2,1	101,0

Fontes e observações: (a) Para a Áustria o mês 1 é Janeiro de 1923 a para a Hungria é Junho de 1924. (b) Coletado diretamente de Monthly Reports of the Commissioner-General, deflacionados por taxas de câmbio de J. van Walré de Bordes (1924, pp. 114-139). (c) Em coroas de ouro de J. Parke Young (1925, vol. II, p. 326) e de Monthly Reports of the Commissioner General. (d) Os valores diferem ligeiramente dos da Tabela 7.1 devido às diferenças de deflacionamento.

[188] J. Van Sickle (1931, pp. 203-204) estimou, com sucesso, regressões da receita tributária com a inflação, encontrando correlações negativas significativas.

[189] *Ibid.* p. 202.

A Tabela 7.2 mostra que para os seis primeiros meses do programa da Liga as receitas financiaram aproximadamente 70% dos gastos, o que pode ser visto como uma situação intermediária na qual as receitas ainda não tinham se adaptado inteiramente à estabilidade de preços. Pelo que mostra a Tabela 7.2 para o segundo trimestre, observa-se uma sensível melhora na situação orçamentária, com tributos financiando uma proporção entre 85% e 98% do total do gasto. Para o segundo semestre de 1923, segundo se observa na Tabela 7.1, as receitas responderam por aproximadamente 92% das despesas, o que é bastante semelhante ao que se observa durante os últimos meses do primeiro semestre de 1923, e portanto, parece expressar o tamanho do déficit "estrutural" austríaco, isto é, o déficit não gerado pela própria inflação. Não parece existir, portanto, nenhum déficit gigantesco e incontrolável se consideramos o efeito Tanzi sobre as receitas fiscais.

Já no segundo semestre sob a égide da Liga, as metas para as despesas foram excedidas uma vez que, por um lado, a Liga teve de concordar com liberações de recursos para investimentos nas ferrovias, [190] e por outro, o governo austríaco se mostrou relutante em relação a demissões adicionais de servidores públicos naquela altura.[191] As receitas mais uma vez ultrapassaram as metas, acusando um aumento de 32% com relação aos valores coletados durante o primeiro semestre, e desta vez as receitas das empresas estatais e de novos impostos contribuíram de forma mais significativa.[192] Estas

[190] Que totalizou 52,8 milhões de coroas de ouro, inteiramente gastos no segundo semestre de 1923. Liga das Nações (1926a, p. 72).

[191] As demissões totalizaram 44.870 entre outubro de 1922 e julho de 1923, porém somente 23.460 entre julho de 1923 e julho de 1924. Os técnicos da Liga não se impressionavam com esses números. Como foi notado no último deles, "as reduções anteriores foram possíveis sem reorganizações mais acentuadas na administração. Reduções adicionais implicavam reformas efetivas", *ibid.* p. 52. A existência de servidores em excesso era pouco questionada, mas o número "correto" não era claro. A Liga parecia trabalhar com o número "redondo" de 100 mil, sem maiores elaborações. Na Hungria, onde o problema também existia, dizia-se que o número correto seria proporcional à redição territorial, cf. Liga das Nações (1926, p. 122).

[192] Liga das Nações (1926a, pp. 123-130 *passim).*

tendências se fortaleceriam durante 1924, à medida que a Liga passou a enfatizar mais e mais aumentos na carga tributária de modo a obter um rigoroso equilíbrio orçamentário, apesar das pressões do governo austríaco pela liberação de recursos para investimento e em função da brutal recessão em que estava o país.

Tabela 7.3
Hungria: execução orçamentária, 1920-1925
(milhões de coroas de ouro)

	1920-21[a]	1921-22[a]	1922-23[b]	1923-24[a]	1924-25/1º sem.[b] estimat.	1924-25/1º sem.[b] factual	1924-25[c,b] estimat.	1924-25[c,b] factual
Despesa	574,1	386,4	242,8	409,5	186,3	205,9	393,9	422,8
Receita	192,4	226,2	170,8	192,6	143,8	208,0	293,8	453,1
Déficit	387,5	160,2	72,0	216,9	42,5	-2,1	100,1	-30,3
% Rec./desp.	33,5	58,5	70,4	47,0	77,2	101,0	74,6	107,2

Fontes e observações: (a) Exercícios fiscais de junho a junho, valores nominais de L. L. Ecker-Rácz (1933, p. 79) deflacionados com taxas de câmbio, *ibid.* pp. 61-62. (b) Estimativas da Liga reproduzidas em L. Pasvolski (1928, p. 322).

A situação fiscal da Hungria antes e durante o período sob a tutela da Liga aparece na Tabela 7.3. Novamente, deve-se observar, a transformação de valores nominais para valores em coroas de ouro pode gerar distorções com respeito a ordens de magnitude. A avaliação da Liga para 1923-24 era a de que as receitas estariam "um pouco acima de 200 milhões de coroas de ouro",[193] e para os níveis de gasto se tomava como base para 1923-24 um valor ligeiramente inferior à meta estabelecida para 1924-25, o primeiro ano do programa. Para os outros anos as estimativas da tabela não são tão precisas, embora os valores sejam os esperados. Os dados para as receitas mostram uma elevação em 1921-22 que é plenamente consistente como os esforços de estabilização empreendidos pelo ministro da Fazenda Roland Hegedüs. Os níveis de gas-

[193] Liga das Nações (1926b, p. 64).

tos são um tanto elevados para 1920-21, o que parece razoável tendo em vista que neste período o país esteve em guerra com a Romênia. A redução observada no período seguinte é consistente com os esforços de austeridade de Hegedüs, mas o valor para 1922-23 se mostra surpreendente e parece ser devido a problemas de deflacionamento.

O programa da Liga previa medidas de economia em diversos setores, além de profundas reformas na administração pública. Contudo, os técnicos da Liga desde logo deixaram claro que um aumento líquido do nível de gasto público deveria ocorrer com o início do programa. Tal como na Áustria, a Liga promoveria demissões de funcionários públicos, neste caso atingindo de 10.000 a 15.000 servidores, mas ao mesmo tempo reconhecia expressamente que os salários dos funcionários públicos, que totalizavam cerca de 160.000, "haviam encolhido tanto em valor que não parecia possível nem compatível com o interesse da nação recusar-se a tomar medidas para incrementá-los".[194] Ademais, os servidores públicos deveriam receber compensações especiais em função da eliminação de muitos pagamentos em espécie e da abolição do controle de aluguéis.[195] Medidas de economia e racionalização seriam implementadas nas empresas públicas e monopólios, afetando particularmente o sistema ferroviário. Tal como na Áustria, contudo, essas economias seriam compensadas por aumentos nas despesas com aposentadorias, gastos de investimento, e também com o serviço do próprio empréstimo de estabilização patrocinado pela Liga.[196]

Assim como para o plano austríaco, portanto, a ação da Liga no tocante ao gasto público compreendeu principalmente mudanças na composição, em vez de cortes globais, de forma que a tarefa de equilibrar o orçamento recaiu sobre as receitas públicas. Os técnicos da Liga pareciam agora mais alerta quanto à importância dos efeitos Tanzi: já em relatório de dezembro de 1923, antes portanto do início do programa,

[194] *Ibid.* p. 98.
[195] *Ibid.* pp. 98-99.
[196] *Ibid.* p. 111.

argumentava-se que face aos "resultados comprovados da experiência austríaca", podia-se esperar que "uma parte substancial" do aumento necessário na receita pública fosse produzida pela "melhora automática na arrecadação (em termos de valores em ouro) dos impostos existentes no momento em que se promove a estabilização".[197] Ainda assim a Liga criou algum espaço para tributação nova. Um novo imposto sobre a propriedade fundiária seria introduzido, mas sua contibuição esperada para o total das receitas seria de apenas 3,7% do total da receita, o que seria gradualmente aumentado para algo em torno de 10% nos anos subseqüentes.[198] Melhoras na arrecadação eram esperadas também do imposto sobre rendas advindas da propriedade imobiliária, em função das mudanças introduzidas na legislação sobre controles de aluguéis. Mas o impacto desse imposto era da ordem de 1% da receita total esperada, o que seria aumentado também para algo em torno de 10% nos períodos subseqüentes. Todos os outros impostos permaneceriam inalterados, pelo menos durante os primeiros seis meses do plano, após o que a idéia era a de aumentar a participação da tributação direta sobre o total, principalmente em detrimento do imposto sobre vendas. Na prática, os impostos diretos, que representavam 16,2% das receitas em 1924-25, elevaram sua participação para 21,2% no ano fiscal que se seguiu, enquanto que o imposto sobre as vendas teve sua participação reduzida de 27,5% para 18,5%. O sentido de todas estas alterações era produzir um aumento gradual na caga tributária, até que fosse alcançada a "capacidade tributária" do país, que a Liga havia estimado em 400 milhões de coroas de ouro, no segundo semestre de 1926, ou seja, o sétimo período (semestre) do plano de estabilização. Este valor representava, na verdade, o dobro das receitas disponíveis quando do início do plano. Apesar de os técnicos da Liga estarem mais atentos ao efeito "Tanzi", eles de modo algum esperavam um repetição da experiência austríaca.

---

[197] *Ibid.* pp. 64-66.
[198] *Ibid.* p. 112.

Assim como para a Áustria, as receitas fiscais efetivamente coletadas para os seis primeiros meses do programa ultrapassaram largamente as estimativas, de modo que mesmo com as metas para gastos sendo ultrapassadas em cerca de 10%, o orçamento se equilibriou logo no primeiro período (o primeiro semestre do programa).Como se pode observar na Tabela 7.2, a partir do quarto mês do programa já não há mais déficit. Novamente, a principal contribuição para esse desempenho das receitas fiscais resultou de impostos que não foram alterados pela Liga, tais como o impostos sobre valor adicionado e tarifas alfandegárias.[199] Tal como na Áustria, o extraordinário crescimento da receita tributária real produzido pela "indexação" trazida pelo fim da inflação fornecia uma indicação muito clara da importância do efeito Tanzi, isto é, do quanto a inflação era responsável pela existência de déficits fiscais. Em contraste com a Áustria, no entanto, essa recuperação das receitas foi suficiente para eliminar o déficit orçamentário em sua totalidade e bem no início do programa. Não havia, portanto, nenhum "déficit estrutural", ou obstáculo fiscal à estabilização.

A importância do efeito Tanzi mereceu grande destaque nos relatórios finais da Liga sobre os planos de estabilização de ambos os países. De acordo com os relatórios,[200] o diagnóstico clássico da Conferência de Bruxelas em 1920 afirmando que o caminho para a estabilização da moeda era o equilíbrio orçamentário não deveria se aplicar aos casos dos países onde as moedas nacionais estavam "desmoralizadas" e a situação fiscal "caótica". Nos momentos de grande aceleração inflacionária, prosseguiam os relatórios, "o déficit orçamentário era, principalmente, uma *conseqüência* da instabilidade da moeda", de modo que "não era possível" proceder tal como preconizado em Bruxelas. A estabilização da taxa de câmbio, e portanto dos preços e da moeda, constituía um

[199] Muitas barreiras não tarifárias a importações foram substituídas por tarifas ao longo de 1924, o que explica, juntamente com a recuperação das importações, o crescimento da receita alfandegária.
[200] Ambos de autoria de Arthur Salter.

requisito indispensável para o ordenamento das finanças públicas, e assim, concluíam os relatórios, "o equilíbrio orçamentário era uma conseqüência e não causa" das respectivas estabilizações.[201]

Em suma, as medidas fiscais implementadas pela Liga na Áustria e na Hungria tiveram pouca influência sobre a evolução dos déficits fiscais observada após as respectivas, estabilizações. Pelo lado dos gastos, afora mudanças de composição, apenas uma pequena e temporária redução foi implementada na Áustria, e um pequeno aumento foi observado na Hungria. Pelo lado da receita, os novos impostos e providências introduzidos pela Liga tiveram papel desprezível nos impressionantes aumentos observados na arrecadação tributária real em ambos os casos. Isso significa, portanto, que os respectivos orçamentos se equilibraram quase que inteiramente em virtude do efeito da estabilidade de preços sobre a estrutura tributária preexistente, ou seja, em virtude do fato de que os respectivos déficits, corrigidos ou expurgados de efeitos Tanzi, eram pequenos ou mesmo inexistentes.

7.3 Polônia

Não existe um ponto de referência anterior à guerra contra o qual se possa avaliar o desempenho das finanças públicas da Polônia, um problema que também encontramos na seção anterior. A Polônia tinha perdido sua existência independente um século antes, no Congresso de Viena em 1815, quando foi repartida entre os impérios alemão, austro-húngaro e russo. Em 1919 a Polônia foi reunificada, se bem que com fronteiras bastante diversas daquelas de 1815.

A comparação entre os primeiros orçamentos da nova Polônia com os orçamentos posteriores à estabilização, todos eles mostrados na Tabela 7.4, é bastante reveladora. Pelo lado dos gastos, uma diferença marcante entre a evolução das contas polone-

[201] Liga das Nações (1926a, pp. 75-76) e Liga das Nações (126b, p. 37).

sas e as austríacas e húngaras (e também as alemãs, como se verá adiante), é a de que o nível de gasto quase triplica em termos reais de 1922 para 1925, mantendo uma clara tendência ascendente durante todo o período. Nos outros três países os níveis de gasto público para períodos entre o fim da guerra e meados dos anos 20 é bastante semelhante. O aumento observado na Polônia denota principalmente o crescimento e desenvolvimento do setor público, que estava sendo montado a partir das ruínas deixadas pelas velhas burocracias imperiais. Por outro lado, a Polônia enfrenta necessidades de reconstrução mais prementes em função de devastações em seu território (principalmente associadas à sua guerra com a União Soviética, que durou até 1920) que os outros países não experimentaram. A construção do sistema fiscal não foi rápida o suficiente para acomodar essas pressões, pelo menos até a estabilização em 1924,[202] quando as receitas saltaram de um nível anual de 400 milhões de zloty para 1.371 milhões, assim reprisando o fenômeno observado na Áustria e na Hungria.

Tabela 7.4
Polônia: execução orçamentária, 1921-1924
(milhões de zloty)

	1922		1923		1924		1925	
	I	II	I	II	I	II	I	II
Receitas	247,7	143,9	203,4	175,1	539,9	831,6	818,2	800,2
Despesas	322,5	324,9	488,0	473,5	620,4	986,4	926,0	895,4
Déficit	84,8	181,0	284,6	298,4	80,5	154,8	107,8	95,2
% Rec./desp.	74,5	44,3	58,3	37,0	87,0	84,3	88,4	89,4
Imp propriedade[b]	74,8	10,5	-	2,0	92,6	96,9	34,6	23,9
Investimento[c]	58,5	71,3	129,8	184,3	44,5[a]	37,4[a]	nd	nd
Moedas[d]	-	-	-	-	76,1	76,2	185,7	115,3
Dívida[e]	16,3	12,4	33,7	1,8	76,3	16,2	15,9	15,2

Fontes e observações: (a) Das contas preliminares. (b) Para 1922 consiste no Imposto Extraordinário sobre a Propriedade estabelecido por Michalski e para o período posterior no imposto sobre o capital de Grabski. (c) Refere-se predominantemente às ferrovias do estado. (d) Inclui moedas metálicas e cédulas de pequena denominação. (e) Inclui dívida interna e externa. Republic of Poland (1926, pp. 173-176 and 1931, p. 80-83).

[202] Exceto no primeiro semestre de 1922 quando as finanças polenesas foram fortemente afetadas pela introdução do imposto extraordinário sobre a propriedade como parte da tentativa de estabilização conduzida pelo ministro Michalski, que durou até junho.

A influência da inflação sobre a arrecadação tributária polonosa foi notada por muitos observadores. Em seu minucioso relatório sobre as finanças polonesas, o *expert* financeiro Edward Hilton Young destacou que subindexação dos impostos, assim como defasagens na sua coleta, a "depressão da indústria e do comércio" e a "situação retrógrada do serviço de receitas" explicam quase que inteiramente o desempenho desalentador das receitas públicas em 1923.[203] Na mesma linha, uma reunião de ex-ministros da Fazenda, ocorrida em meados de 1923, havia concluído que a indexação imperfeita dos impostos era a principal causa dos déficits orçamentários, e nesse sentido tinha sugerido a introdução do zloty, uma unidade de conta indexada, para fins de indexação fiscal.[204] Mas mesmo considerando os efeitos da inflação sobre a receita tributária, as estimativas sobre o valor da arrecadação em condições de estabilidade de preços eram bastante modestas. Hilton Young observou que considerando todos os "melhoramentos" necessários na máquina tributária, a indexação dos impostos existentes, e também a aplicação de um novo imposto sobre o capital, "a receita máxima que o governo poderia arrecadar ... estava mais próxima de 800 do que de 900 milhões de zloty durante 1924."[205] Essas estimativas se mostrariam de fato bastante acanhadas: as receitas efetivamente coletadas em 1924, mesmo sem considerar um novo imposto sobre o capital aí introduzido, atingiram 1.371 milhões de zloty, quase o triplo das receitas em 1923.

A influência da inflação sobre a receita tributária foi explicitamente considerada no plano de estabilização que se iniciou em dezembro de 1923: um elemento do programa era a introdução de uma lei que tencionava indexar o sistema tributário a partir de 1º de janeiro de 1924. Além disso, o plano também previa a antecipação da arrecadação das parcelas devidas no período 1924-1926 de um imposto sobre o capital que havia sido introduzido em junho de 1923. Isso

[203] E. H. Young (1924, pp. 23-24).
[204] Veja-se A. Strasburger (1924) e F. Zweig (1944, p. 36).
[205] E. H. Young (1924, p. 30).

corresponderia a uma importante contribuição às receitas do governo, especialmente durante os seis primeiros meses do plano, tal como observado na Tabela 7.5. Pelo lado dos gastos, seria implementada uma nova política com relação às empresas estatais, através da qual, estas se tornariam independentes do governo no tocante a seus resultados operacionais, embora o governo mantivesse a responsabilidade pelos gastos de investimento. Durante os seis primeiros meses de 1924, entretanto, quando a pressão financeira sobre o Tesouro se mostrou mais intensa, o sistema ferroviário emitiu um empréstimo interno (cujas primeiras parcelas eram devidas em janeiro) que liberou o governo de compromissos nesse setor. Economias generalizadas e cortes de gastos foram naturalmente propostos como parte da retórica usual de austeridade e sacrifícios, mas o aumento efetivamente observado no gasto público em 1923 e 1924 revela claramente que a ênfase na austeridade era apenas aparente.

Tabela 7.5
Polônia: execução orçametária, dezembro de 1923 a maio de 1924. (milhões de zloty)

	Imposto propriedade	Outras receitas	Receita total	Despesa investida[b]	Despesa total	% Desp/ receita
1923-Dezembro[a]	1,6	30,5	32,1	42,1	96,0	33,4
1924-Janeiro	1,8	32,8	35,6	6,9	70,3	50,6
Fevereiro	28,0	48,0	76,0	0,1	85,5	88,8
Março	36,7	70,5	107,2	3,8	109,1	98,3
Abril	18,0	103,2	121,2	9,5	107,3	112,9
Maio	4,3	94,7	99,0	9,1	105,5	93,8
Junho	3,8	97,1	100,9	15,1	142,7	70,7

Fontes e observações : (a) Números preliminares de Republic of Poland (1926, pp. 173-176). (b) Imposto sobre o capital de Grabski. De Republic of Poland (1931, pp. 80-83) .

A Tabela 7.5 mostra a evolução do programa durante os seus seis primeiros meses, destacando a recuperação das receitas que se seguiu à estabilização e a contribuição dada

pela antecipação na coleta do imposto sobre o capital. Tal como observamos para os casos da Áustria e Hungria, a estabilização contribuiu de forma decisiva para a recuperação das receitas tributárias: as "outras receitas" na tabela, dentro das quais não há nenhum novo imposto, triplicaram entre janeiro e abril.[206] Pode-se, por outro lado, questionar a eficácia da chamada "lei de valorização", ou da lei que pretendia indexar o sitema tributário: afinal, em janeiro, ela teve muito pouco efeito sobre as receitas, e nos meses seguintes, quando os preços foram estabilizados, a lei foi tornada absolutamente irrelevante.[207] Hilton Young argumenta a esse respeito que considerando cada imposto tomado isoladamente, seria difícil avaliar *ex-ante* os efeitos da lei de indexação, pois uma indexação "perfeita" somente seria produzida pela estabilidade de preços, de modo que muito provavelmente a contribuição da lei, em condições inflacionárias, seria muito pequena.[208] O ponto importante a ser lembrado é que não havia nenhuma garantia *ex-ante* que essas medidas fiscais iriam produzir o equilíbrio orçamentário, uma vez que estas, mesmo "ajudadas" pelo efeito Tanzi, não foram suficientes para eliminar o déficit. O orçamento fiscal de fato não foi equilibrado durante a estabilização polonesa, ao contrário do que ocorreu nos outros três casos estudados nesse ensaio. Este fato, freqüentemente ignorado, é fundamental para que se avalie as explicações "fiscais" para a estabilização na Polônia. É verdade que, como parte da suposta "mudança de regime" observada por Thomas Sargent, o Tesouro e o banco central foram separados, mas não foi observado que apesar disso o governo reteve poderes de emitir moeda, ainda que restrito a notas e moedas de pequenas denominações.[209] Durante 1924

---

[206] E. Rose (1924, p. 11).

[207] E. H. Young (1924, p. 29).

[208] *Ibid.* apêndice IV, pp. 57-63.

[209] O Tesouro estava autorizado a emitir moedas divisionárias até o valor de 150 milhões de zloty para o exercício fiscal de 1924, o que representava cerca de metade da oferta da moeda então existente, e para 1925 esse total seria o dobro, cf. Z. Zdziechowski (1925, pp. 45-46).

e 1925 o governo efetivamente exerceu esses poderes de forma conspícua: nesses anos a emissão total do Tesouro alcançou 450 milhões de zloty, tal como mostrado na Tabela 7.4, o que era equivalente a mais que o dobro da oferta de moeda existente quando do início do plano. Assim sendo, é possível concluir que as "reformas" fiscais não implicavam nem *ex-ante*, e nem muito menos *ex-post*, o estabelecimento de um regime fiscal caraterizado por orçamentos equilibrados. A estabilização de fato marcou o início de uma política fiscal expansionista caracterizada por déficits variando entre 10% e 15% do total da despesa e financiados principalmente por emissão de moeda, conforme se observa na Tabela 7.4.

É interessante notar que os aumentos na dívida pública e na emissão de moeda do tesouro em 1924 e 1925 foram registrados nas contas orçamentárias como "receitas extraordinárias", um truque contábil percebido por diversos historiadores,[210] mas que confundiu diversos outros autores. John Parke Young, por exemplo, no seu relato sobre a estabilização polonesa, não observou este importante detalhe, e com isso reportou para 1924 um superávit fiscal de 74 milhões de zloty, meramente reproduzindo dados orçamentários preliminares.[211] Ragnar Nurske, em seu clássico estudo sobre as inflações dos anos 20, menciona (a antecipação de) o imposto sobre o capital como a "pedra angular das reformas financeiras, e a base do equilíbrio orçamentário em 1924"[212] e mais recentemente Thomas Sargent, que se baseia justamente em Nurske e Parke Young para construir seu relato sobre a estabilização da Polônia, também assumiu que o orçamento foi equilibrado em 1924 em conseqüência das "reformas" fis-

[210] Por exemplo P. Robin (1932, p. 35). Veja-se também M. A. Heilperin (1931, pp. 135-136); F. Zweig (1644, p. 40) e Z. Landau & J. Tomaszewski (1984, pp. 278-279).

[211] J. P. Young (1925, vol. II, pp. 182-184). A fonte para os números de Young era o Anuário Estatístico Polonês de 1923, publicado em 1924, de modo que se tratavam, evidentemente de estimativas.

[212] Liga das Nações (1946. p. 26).

cais de Grabski.[213] É claro que ao não considerar a verdadeira situação fiscal da Polônia em 1924 e 1925, as explicações desses autores para a estabilização polonesa, que como é sabido se baseiam justamente no pretenso equilíbrio orçamentário, ficam seriamente prejudicadas. Nurske, por exemplo, chega a argumentar que "durante um período de cinco anos (1923-1927), a história financeira da Polônia revela uma clara correlação entre a política fiscal e o valor da moeda, sendo óbvio que aquela, quando adequadamente administrada, se mostra plenamente capaz de controlar este último".[214] Com respeito à explicação de Sargent, note-se que a presença de grandes déficits orçamentários em 1924 e 1925, financiados em grande medida por emissão de moeda "sem lastro", e a ausência de qualquer intenção aparente de afastar-se desse "regime", contradiz frontalmente a sua e conjectura de que o "regime" monetário-fiscal recém-adotado fornecia "lastro" para a nova moeda sob a forma de superávits fiscais presentes e futuros.

Em agosto de 1925, após um ano e meio de estabilidade de preços, o governo viu-se incapaz de sustentar a taxa de câmbio e com isso permitiu que o zloty se depreciasse em cerca de 40% para em seguida voltar a estabilizá-lo. A imprensa financeira londrina atribuiu o evento à "inflação de troco",[215] mas a impressão mais amplamente aceita era a de que o colapso se derivou de um conjunto de circunstâncias adversas aí incluindo fatores como más colheitas e a "guerra de tarifas" com a Alemanha, mas principalmente o fracasso do empréstimo Dillon & Read em Nova Iorque, a deterioração de competitividade causada por aumentos nos salários reais

---

[213] T. Sargent (1982, pp. 71-72) até reproduz na tabela com dados orçamentários de J. P. Young (1925, vol. II, p. 65), embora sem mencionar que os números para 1924 e 1925 correspondiam aos do orçamento proposto pelo governo (nem mesmo o orçamento aprovado em 1925), de forma que os números são muito diferentes dos números correspondentes ao orçamento efetivamente executado mostrados na Tabela 7.4.

[214] Liga das Nações (1946, p. 27).

[215] Numa alusão à expansão monetária feita a partir de moedas divisionárias e cédulas de pequena denominação, cf. F. Mlynarski (1926).

e "superaquecimento" da economia. Nurske, por exemplo, nega a influência da política fiscal no episódio: "considerando-se que a principal causa do desequilíbrio — ou seja a má colheita de 1924 — era passageira, é plausível argumentar-se que ... a estabilidade cambial poderia ser preservada, caso a Polônia dispusesse de uma reserva monetária adequada para cobrir um hiato temporário desta natureza."[216] A explicação dada por Sargent para o episódio causa certa estranheza. Referindo-se à segunda parte do relatório da Liga sobre as inflações dos anos 20,[217] a parte que não é de autoria de Nurske, ele sustenta que o colapso cambial deveu-se, por um lado, ao "relaxamento prematuro dos controles cambiais",[218] cuja existência, aliás, não é mencionada em nenhum momento na literatura relevante.[219] Por outro lado, como o determinante adicional do colapso de 1925, Sargent aponta a "tendência do Banco Central da fazer empréstimos ao setor privado a taxas insuficientes de juros".[220] Estas aliás não são mencionadas no relatório da Liga, a única menção deste às condições de crédito foi a de que não houve uma contração monetária correspondente à perda de reservas verificada após abril de 1925, tal como seria previsto pelas chamadas "regras do jogo" no âmbito do padrão-ouro. Não há qualquer referência a taxas de juros "insuficientes" ou subsidiadas, e nem qualquer menção a isso pode ser encontrada na literatura relevante. Em suma, as explicações "ortodoxas" para a estabilização polonesa conflitam com o fato de que a estabilização se deu sem que se observasse a disciplina fiscal preconizada ou presumida por estes autores.

---

[216] Liga das Nações(1946, p. 61).

[217] *Ibid.*

[218] T. Sargent (1982, p. 73).

[219] Os relatórios da Liga, referindo-se "a controles sobre o comércio exterior" parecem referir-se ao que, no jargão atual, seria denominado política comercial, o que é consistente com os relatos do que se passou em 1925, Liga das Nações (1946, p. 108).

[220] T. Sargent (1982, p. 73).

7.4 Alemanha

O exame das leis fiscais implementadas antes de 11 de outubro de 1923 revela apenas tentativas malogradas de se indexar certos impostos e preços de serviços públicos. Naquela data, porém, tomou-se uma iniciativa mais articulada nessa direção, e que foi consideravelmente ampliada pelos decretos fiscais de "emergência" datados de 7 e 9 de dezembro de 1923. Pelo menos pelo lado da receita, estes decretos correspondem às "reformas" fiscais às quais tem sido atribuída a própria estabilização. Havia muito pouco de tributos novos nesses decretos: em grande medida a iniciativa tinha como objetivo colocar o sistema fiscal "no padrão-ouro", isto é, indexando-o pela taxa de câmbio, sem introduzir novos impostos. Todavia, esses decretos entrariam em vigor quase que simultaneamente à estabilização, e tal como argumentado acima para a lei de indexação fiscal polonesa, cláusulas de indexação são inteiramente redundantes se os preços são estáveis. Mais importante do que isso, no entanto, é notar que uma indexação eficaz é algo muito difícil de ser implementado, de modo que não se pode dizer coisa alguma sobre a eficácia *ex-ante* dos decretos de emergência no tocante à indexação.

Tabela 7.6
Alemanha: receitas e despesas (maio de 1923 a outubro de 1924 em milhões de marcos ouro)

	Período		Despesas	Receitas	Rec.%/Desp.
1923-	Maio		284,7	123,3	43,3
	Junho		496,4	48,2	9,7
	Julho		473,9	48,3	10,2
	Agosto	1-10	111,0	3,2	2,9
		10-20	281,1	4,9	1,8
		20-31	491,5	3,6	0,7
		Total	883,6	11,7	1,3
	Setembro	1-10	67,1	2,6	3,8
		10-20	168,7	2,6	1,5
		20-30	453,4	9,2	0,2
		Total	689,2	14,4	2,1
	Outubro	1-10	49,0	0,4	0,9
		10-20	108,8	0,8	0,8
		20-31	78,0	0,03	0,1
		Total	235,8	1,23	0,5
	Novembro	1-10	134,2	0,1	0,1
		10-20	28,5	0,4	1,5
		20-30	258,7	10,6	4,1
		Total	421,4	11,1	2,6
	Dezembro	1-10	179,9	32,8	18,2
		10-20	165,7	42,9	25,9
		20-31	153,8	88,8	57,8
		Total	499,4	164,5	32,9
	1924				
	Janeiro	1-10	63,9	98,4	154,0
		10-20	180,4	153,6	85,1
		20-31	199,1	185,9	93,3
		Total	443,4	437,9	99,0
	Fevereiro		478,6	339,8	71,0
	Março		485,6	526,8	108,4
	Abril		472,1	396,4	83,9
	Maio		511,0	449,5	88,0
	Junho		440,9	382,3	86,7
	Julho		452,0	494,8	109,7
	Agosto		489,4	482,7	98,7
	Setembro		495,7	522,3	105,4
	Outubro		620,0	613,7	99,0

Fontes: Valores originais em marcos papel em bases decendiais de J. W. F. Thelwell (1924, p. 28 and 1925, p. 33), deflacionados com taxas de câmbio semanais contra a libra esterlina, de *The Economist*, vários números (1923)

De um modo ou de outro é absolutamente extraordinário o crescimento das receitas observado após a estabilização mostrado na Tabela 7.6: a partir do começo de novembro, quando as receitas fiscais financiavam menos de 1% dos gastos, o orçamento se equilibra em 40 dias! Na Tabela 7.6 são mostrados os dados oficiais deflacionados com o uso de taxas de câmbio em bases mensais, mas sendo que para o período de inflação explosiva, isto é, julho-novembro de 1923, utilizamos os dados semanais deflacionados por taxas de câmbio médias para a respectiva semana. Esse "admirável progresso em direção ao equilíbrio orçamentário",[221] é ainda mais notável quando se lembra que isso se deu a partir dos impostos já existentes, ou seja, o fenômeno foi gerado pelo efeito Tanzi, ou seja, pelos efeitos da estabilidade de preços sobre a receita real dos impostos.

A contribuição de pretensos cortes de gastos para o equilíbrio orçamentário é bem menos clara. Os níveis de gasto parecem flutuar amplamente durante o período da hiperinflação: em agosto e setembro pareceu excepcionalmente elevado, enquanto que em outubro e maio, foi muito baixo. Em média, as ordens de magnitude dos níveis de gasto para antes e depois da estabilização são muito semelhantes. Considerando os dados anuais, relativos aos anos fiscais de 1922-23 e 1923-24, apresentados na Tabela 7.7, o segundo período revela níveis cerca de 20% superiores. Considerando-se o gasto médio mensal dos seis meses anteriores a novembro de 1923, e para os seis meses posteriores, temos 510 milhões de marcos ouro contra 481 milhões, respectivamente, ou seja, uma diferença de 4% a favor do primeiro período. Os níveis médios de gasto para os dois primeiros trimestres de 1924 foram de 469,2 milhões e 472,0 milhões de marcos ouro. Isto seria significativamente mais baixo que a média para agosto-outubro de 1923, que atingiu 602,8 milhões de marcos ouro, mas significativamente mais elevado que as médias correspondentes aos dois primeiros trimestres de 1923, que

[221] T. Sarent (1982, p. 83).

foram de 394.1 milhões e 415.9 milhões de marcos ouro. Pode-se até enxergar um esforço de austeridade nesses números, mas certamente nada de "drástico" ou "decisivo", ou talvez nem mesmo muito significativo.

Tabela 7.7
Alemanha: receitas e despesas, 1921-1925
(milhões de marcos ouro)

anod	1921/22[a]	1922/23[a]	1923/24[a,b]	1924/25[c]
despesa	6651,3	3950,6	5768,0	6895,0
receita	2927,4	1488,1	1802,5	7786,2
déficit	3723,9	2462,5	3965,5	-391,2
% rec./desp.	44,0	37,7	31,2	112,9

Fontes e observações : (a)Os valores para 1921/22, 1922/23 e para o período Março-Julho de 1923 correspondem aos números de Republic of Germany - Krieglastenkommission (1924, p. 32). (b) Os valores para Agosto-Dezembro de 1923 são os da Tabela 7.6. Para Janeiro-Março de 1924 os valores são de J. W. F. Thelwell (1924, p. 33 e 1925, p. 30). (d) Exercícios fiscais iniciados em março.

Os dados em base anual da Tabela 7.7 revelam um quadro bastante semelhante ao que observamos para os casos da Áustria e da Hungria: os níveis de gasto público antes e depois da estabilização são muito parecidos, e a melhora na situação orçamentária na período posterior é gerada quase que inteiramente pelo aumento da arrecadação tributária. As "reformas" fiscais implementadas na Alemanha tiveram o mesmo caráter daquelas implementadas pela Liga na Áustria e na Hungria, ou seja, compreenderam predominantemente mudanças na composição do gasto público, com pouca influência sobre o nível do gasto.

7.5 Conclusões

As "reformas" fiscais introduzidas durante as estabilizações analisadas nas seções anteriores compreenderam, como vimos, predominantemente mudanças na composição da despesa com pequeno impacto sobre o resultado líquido da exe-

cução orçamentária. O desmantelamento das enormes burocracias dos antigos impérios, o fato de as dívidas públicas domésticas terem sido destruídas pela inflação e das dívidas externas — no caso alemão — terem sido drasticamente reduzidas pelo Plano Dawes, não representou uma redução nos gastos públicos em função de várias novas influências funcionando na direção contrária. Os excepcionais aumentos nos gastos públicos na área social, e a recomposição dos salários dos funcionários públicos mais do que suplantaram as economias geralmente apontadas como indicadores de austeridade da política fiscal.

A notável recuperação real da receita tributária após a estabilização por meio do efeito Oliveira-Tanzi foi a chave do equilíbrio orçamentário em todos os casos examinados. Isso significa basicamente que os déficits orçamentários eram, em grande medida, produtos da inflação, ou que, utilizando a terminologia dos dias de hoje, eram "déficits corrigidos pela inflação" equilibrados ou pelo menos administráveis. Na verdade, as "verdadeiras" reformas fiscais teriam sido feitas em algum momento antes das estabilizações, provavelmente durante experimentos anteriores, tais como os de Erzberger em 1921 na Alemanha, de Hegedüs na Hungria, também em 1921, e de Michalski em 1922 na Polônia. Todos esses programas tinham como ênfase principal a questão fiscal. O fato de terem fracassado em acabar com a inflação não implicou que eles falharam nos seus propósitos específicos. Isto sugere, ao contrário, que o equilíbrio fiscal, por si só, não é condição suficiente para a estabilidade, especialmente se existem outras causas fundamentais da inflação ainda em plena operação. Sem dúvida, deve-se notar que relações simples de causalidade entre a hiperinflação e o desequilíbrio fiscal podem levar a que se ignore o fato de que esses países enfrentavam problemas enormes de ajuste para se adequarem à nova realidade econômica. A redefinição do mapa político e econômico da Europa Central — que veio a dividir em pedaços isolados de território uma união que já perdurava por um século — deliberadamente penalizaram a Áustria e a Hungria, e cri-

aram um novo país — Tchecoslováquia — com o intuito de ser, por razões geopolíticas, um "campeão local", tendo recebido "uma parte desproporcional do potencial econômico da antiga Monarquia".[222] Os austríacos, por exemplo, questionaram seriamente a "viabilidade" do seu país no início de 1920,[223] quando os problemas de ajuste tornaram-se especialmente dramáticos, dado que o mercado internacional de capitais estava fechado, a estabilidade política era incerta e o protecionismo generalizado na Europa Central.

A Alemanha foi um caso especial nessse aspecto porque o país não foi seriamente prejudicado pelas mudanças territoriais, mas sim pelas reparações e dívidas de guerra. Com efeito, é difícil dissociar essas questões da hiperinflação alemã, especialmente se considerarmos que a Alemanha estaria transferindo algo perto de 80% de suas exportações — ou aproximadamente um quarto de seu PIB — como pagamento de reparações de guerra.[224] A magnitude do problema não é, com freqüência, aquilatada corretamente em função, entre outros motivos menos nobres, da apresentação enganosa feita no trabalho clássico de Machlup (1976), que questiona a "gravidade dos problemas de transferência da Alemanha" (p. 385) com base nos números do período 1924-1928, isto é, após o Plano Dawes ter determinado um vasto *write-off* de uma grande parte da dívida de reparação da guerra — que

[222] I. Berend & G. Ránki (1974, p. 182), A. Bloomfield (1984, p. 252) e L. Pasvolski (1928, p. 329). Não era surpresa que a Tchecoslováquia pudesse mostrar fortes superávits no balanço de pagamentos logo no começo de 1920, e pudesse, conseqüentemente, estabilizar sua moeda em 1921.

[223] L. Pasvolski, por exemplo (1928, p. 108).

[224] J. M. Keynes (1922, p. 51) reporta que, nos 6 meses compreendidos entre maio e outubro de 1921, o montante pago representou 79,6% das receitas de exportação do mesmo período. Com relação aos valores das exportações entre 1923 e 1924, as regras estabelecidas pelo "Cronograma de Londres" (London Schedule) que especificavam a quantia de 26% das exportações mais 2.000 milhões em moeda conversível, obtém-se a razão de 76,4% e 65,7% respectivamente. Entretanto, esses valores não foram pagos, na realidade, porque a Alemanha ingressou em uma moratória parcial na segunda metade de 1922.

reduziu o peso anual sobre as exportações a míseros 3,6% em 1924 e 10,9% na média entre 1925-28 — e ter proporcionado à Alemanha um enorme empréstimo para reciclar essa dívida.

Esse problema de transferência era, na verdade, ainda mais difícil por causa de uma outra circunstância: a extraordinária pressão exercida pelos trabalhadores para que fossem recuperados os salários reais aos patamares de 1914,[225] tornada ainda mais forte pelo clima de democratização na região e pelo fato de o movimento trabalhista estar extraordinariamente fortalecido pelo formidável crescimento da filiação sindical. Na Alemanha, de 2.437.000 trabalhadores filiados em 1914, passou-se para 9.163.000 trabalhadores sindicalizados em 1920. Na Áustria e Hungria esses números cresceram, de 147.000 e 107.000, respectivamente, em 1914, para 901.000 e 722.000 em 1919.[226] A combinação dos problemas sérios no balanço de pagamentos com demandas salariais ambiciosas (e sob taxas de câmbio flexíveis e na presença de *currency substitution*) contribuiu significativamente, se não decisivamente, para a inflação. Este ensasio não é certamente o lugar de explorar essas conexões, deve-se tão-somente apontar para a existência desse quadro e sugerir que, com relação aos "fundamentos", as condições necesssárias para essas estabilizações compreendiam muitos problemas fora da esfera fiscal. Indo além, como colocado por Dornbush (1985, p. 12), "a questão de como a estabilização foi conseguida não é exatamente a mesma do porquê da hiperinflação ter ocorrido em primeiro lugar." Com respeito a isso, o processo de "dolarização" teve um papel crucial como dispositivo de coordenação decisória de preços e salários, como recentemente observado.[227] De fato, essas estabilizações envolveram a combinação de vários elementos, dos quais nenhum deles foi provavelmente suficiente por si só.

---

[225] *International Labor Office*, 1925, pp. 13-17.

[226] *International Labor Office*, 1921, pp. 2-3 e G. Bry, 1960, p. 32.

[227] Veja por exemplo G. Merkin (1982), F. L. Lopes (1986) e o Capítulo 4.

8. Uma introdução à economia política da crise fiscal brasileira[228]

8.1 Introdução

Este trabalho discute alguns traços básicos das hiperinflações do século XX e procura colocar em perspectiva o caso brasileiro, tendo em vista os desequilíbrios aqui observados no plano externo e no plano fiscal, bem como as dificuldades políticas para atacá-los. A questão chave em discussão é o processo pelo qual a hiperinflação brasileira se desenvolveu durante o período da Nova República — 1985-89 — e sua raiz essencialmente doméstica. O ensaio está dividido em duas seções, a primeira tratando de comparações internacionais, ou da crise brasileira à luz de outras de outros países, a segunda chamando atenção para os elementos que dão singularidade à paralisia decisória que acometeu o país enquanto gestava-se a crise fiscal ao longo do período 1984-1989.

8.1 A hiperinflação brasileira em perspectiva

Durante os meses que precederam o início do governo Collor, dizia-se que o Brasil não estava vivendo uma hiperinflação, apesar de as taxas de inflação terem superado os 50% mensais — a fronteira delimitada no clássico estudo de Cagan (1956) — em grande medida porque a desorganização econômica não havia atingido patamares comparáveis

---

[228] *Versão condensada dos textos "Estado e Crise Econômica ao fim dos anos 80: problemas fiscais e regulatórios" publicado em* Nova Economia *volume 2 (1) agosto de 1991, e "Brasilian hyperinflation: the political economy of the fiscal crisis" publicado na coletânea* Brasil: the challenge of the 1990s, *editada por Maria D'Alva G. Kinzo para o Institute of Latin American Studies. University of London e British Academic Press, Londres, 1993.*

àqueles que se presumia característicos dos casos da década de 1920. Dois fatos devem ser notados. Por um lado, diante da longa experiência brasileira com inflação crônica, aproximar-se do patamar dos 50% não pareceu trazer qualquer modificação mais importante nas já estabelecidas "tecnologias" (preços, salários e aplicações indexados) usadas para sobreviver sob uma inflação de 20% ou 30% mensais. Com efeito, a fronteira dos 50% quer dizer coisa alguma, pois seria igualmente arbitrário estabelecê-la em 20% ou 100% mensais, aliás como admitido recentemente pelo próprio Philip Cagan no texto que escreveu para o verbete "hiperinflação" na reedição do célebre Dicionário Palgrave de Economia.[229]

Por outro, é curioso observar que era comum a presunção de que as hiperinflações tinham sido episódios nos quais a moeda nacional tinha praticamente desaparecido no contexto de uma inflação explosiva. Poucos sabiam que as hiperinflações européias dos anos 20 tinham em comum com as recentes hiperinflações latino-americanas, características como o padrão marcadamente auto-regressivo, ainda que em grau variável, com choques incidentais — congelamentos e descongelamentos de preços e taxas de câmbio, por exemplo — e mais ou menos voláteis, dependendo das especificidades de cada caso. Não há dúvida, portanto, que vivemos uma autêntica hiperinflação.

Cada um dos doze casos conhecidos de hiperinflação que examinamos no Capítulo 6 pode ser associado a um grande problema macroeconômico, freqüentemente uma catástrofe, cuja natureza, entretanto, é variada. Invariavelmente, esses problemas resultaram na criação de sérios desequilíbrios fiscais e de balanço de pagamentos que se apresentavam como as causas mais visíveis da hiperinflação. A Tabela 8.1 alinha variáveis macroeconômicas básicas dos casos europeus e latino-americanos através das quais é possível avaliar a extensão desses desequilíbrios.

---

[229] P. Cagan (1987).

Tabela 8.1
Hiperinflação na Europa e na América Latina transações correntes, salários, serviço da dívida e déficits orçamentários

PAÍS	transações correntes como % do PIB		salários reais		serviço da dívida como % das export.		déficit orçamentário como % do PIB	
Europa	1924-26	1927-28	1920-21*	1924*	1922	1924-26	1923	1925
Alemanha	-2,6	-4,9	61	102	76,4#	9,1	5,89	-0,6
Áustria	-8,4	-6,1	52	94	.....	9,5	4,93@	0,1
Hungria	-2,8	-7,7	46	74	.....	5,3	5,10	-0,7
Polônia	-0,5	-4,8	72	105	.....	4,9	5,82	-2,0
Amér. Latina	1981-2	1984-5	1981-2**	1984-5**	1981-2	1984-5	1981-2	1984-5
Brasil	-6,6	0,0	106	108	42,1	26,6	7,0	3,4
Bolívia	-4,0	-19,5	93	84	28,2	33,7	5,9	12,4
Argentina	-20,0	-7,2	85	117	24,5	35,5	8,5	5,4
Peru	-7,6	-0,5	99	79	36,7	11,6	8,9	5,3

Valores devidos estabelecidos pelo "Cronograma de Londres": 26% das exportações mais 2 bilhões em ouro. Detalhes em Keynes (1922). * 1913 = 100. **1980 = 100. @ 1922. Fontes: Países Europeus: balanço de pagamentos retirado da Liga das Nações (1927, pp. 58-59, 141-151, 1928, 180-190, 1930, 91-93), Banco da Polônia (1930, pp. 95-96) e R. Notel (1984, pp. 156,182). Números fiscais extraídos do capítulo 7. PIB retirado de B. R. Mitchell (1978, pp. 409-412), A. Eckestein (1956, p. 14) e S. Andic & J. Veverka (1964, p. 241-242. Países da América Latina: Banco Mundial, Banco Central do Brasil, CEPAL, J. A. Morales (1986a e 1986b), M. Tello (1989) e V. Tanzi (1989).

Uma primeira observação a respeito desses números é que se deve tomar cuidado ao considerar valores realizados dos déficits em conta corrente e orçamentários, como indicadores de desequilíbrio *ex-ante*, porque esses valores incorporam todas as influências endógenas que foram utilizadas para "resolver" os desequilíbrios *ex-ante* no contexto do próprio processo hiperinflacionário. Num esforço de evitar essa dificuldade a tabela mostra, para os países europeus, déficits em conta cor-

rente dos anos imediatamente após a estabilização, quando as principais forças por trás dos desequilíbrios externos, ainda estavam, presumivelmente, e salvo particularidades de cada caso, em plena operação. Outro importante ponto é que os dados do déficit em conta corrente alemão — apenas 2,6% para 1924-26 — correspondem a uma enorme subestimativa do que ocorreu em 1922-23, quando as reparações de guerra estavam sendo pagas de acordo com os montantes originais, os quais chegaram a representar 76,4% das exportações, perto de 1/4 do PIB. Em 1924-26 essas obrigações caíram para uma média de 9,1% dos valores das exportações. Os números da Polônia e Hungria para o déficit em conta corrente parecem menos impressionantes, mas um detalhe interessante com relação aos números da Polônia deve ser notado: a anexação ao país, em 1922, da província alemã da Alta Silésia, uma região exportadora de carvão, resultou na duplicação das exportações polonesas e em uma virtual solução dos problemas do seu balanço de pagamentos. Na Hungria, uma consideração relevante é que o governo autoritário estabelecido em 1922 impôs uma disciplina nas aspirações salariais de seus trabalhadores que não encontrou paralelo nos outros casos.

No que diz respeito aos países da América Latina, a Tabela 8.1 reporta números para os déficits em conta corrente em 1981-82, quando o financiamento dos desequilíbrios externos era fácil de ser obtido por meio do mercado financeiro internacional. Esses déficits indicam o tamanho do esforço feito por esses países para se reajustarem após a crise mexicana de 1982 e o corte, daí decorrente, no financiamento externo. Observe-se que, com exceção da Argentina, os déficits em conta corrente eram comparáveis aos déficits presumidos do países europeus, e que Brasil, Argentina e Peru efetuaram enormes esforços para o ajuste de suas contas correntes nos primeiros anos da década de 1980, enquanto na Bolívia o quadro era exatamente o oposto. O esforço de ajuste no último caso foi efetuado somente após 1985 com a implementação de um programa de estabilização que liquidou a hiperinflação.

Os números para o déficit orçamentário para os dois grupos de países (Europa e América Latina) parecem indicar que os desequilíbrios fiscais eram maiores na América Latina do que na Europa. Observa-se também que, enquanto os países europeus experimentavam melhoras substanciais com as estabilizações — basicamente em função do mecanismo estudado no Capítulo 7—, os países da América Latina não mostravam o mesmo resultado. De fato, nesse período, as contas fiscais da Argentina, Brasil e Peru não exibiam nenhum progresso, o que, sem dúvida, explica as sucessivas frustrações nas tentativas de estabilização desses países. Não há dúvida que os desequilíbrios fiscais têm um papel importantíssimo nas hiperinflações desses países, mas os desequilíbrios externos não podem ser menosprezados ou minimizados, o que não autoriza a adoção de uma explicação simplificada para cada um dos episódios mostrados na Tabela 8.1.

Deixa-se claro aqui, entretanto, que os enormes desequilíbrios fiscais e/ou externos mencionados na tabela não devem ser vistos como as únicas origens da hiperinflação. Outros países, tanto nos anos 20 quanto nos anos 80, enfrentaram problemas comparáveis, tanto fiscais quanto externos, mas não hiperinflações. O que parece ser um elemento crucial e determinante da hiperinflação é a perda por parte do governo da capacidade de decisão nas matérias econômicas, geralmente causada por força de impasses políticos que impedem qualquer ação significante em direção à solução dos problemas econômicos por um período prolongado. Isto é consistente com a associação, sempre lembrada, entre a ocorrência de hiperinflação e a de guerras, revoluções e desordem civil. Com efeito, uma das características mais importantes dos países que as tiveram é a paralisia decisória que seus governos experimentaram, às vezes de forma incrivelmente prolongada, antes que alguma convulsão ou descontinuidade política criasse as condições para iniciativas objetivas de estabilização. A hiperinflação surge, portanto, como uma criatura da hesitação ou do impasse, sendo que invariavelmente como resultado da degeneração do quadro clínico de um corpo doente e sem tratamento.

O que é interessante frisar é que, nos países da América Latina, excetuando a Nicarágua, a paralisia política ocorreu sem desordem civil ou catástrofe econômica comparável ao que se viu em alguns países nos anos 20 e 40. A crise da dívida externa a partir de 1982, como mostrado acima, é um elemento relevante, mas fica a questão: por que tantos outros países da América Latina que passaram pelos mesmos problemas nem de perto experimentaram a hiperinflação?

A história recente da Argentina, Peru e Brasil revela, em graus variados, a existência de uma doença antiga no continente, cuja aparição, na década de 1980 exibe diferenças de forma *vis-à-vis* às ocorrências anteriores, mas cujas conseqüências do ponto de vista fiscal são reconhecidamente desastrosas: o populismo. A despeito da fragilidade crescente da situação fiscal de cada um desses países, nenhum movimento decisivo em direção à correção desses desajustes foi tomada por longo tempo. Observa-se uma permissividade que não chega, excetuando-se o Peru e a Nicarágua, a adquirir os contornos clássicos do populismo latino-americano. Porém, a encarnação deste, nos anos 80, encontra formas mais modernas de repetir o mesmo processo: a incorporação política das massas através de seus grupos e corporações mediante favores e benesses emanados pelos cofres públicos ou dos poderes regulatórios do estado. Ficam para o passado os traços caricatos do populismo mas permanece a sua essência: a irresponsabilidade macroeconômica.[230]

No caso brasileiro, a dificuldade em se construir uma coalisão política que possibilite a estabilização revela-se dramática, e foi magnificada pelo fato de que a transição democrática se deu sob a égide de uma administração hesitante que não teve sucesso em lidar com a reconstrução institucional necessária para disciplinar conflitos distributivos em um contexto democrático e conduzir o redimensionamento da intervenção do estado na economia, desafios que se apresentavam como cruciais para a Nova República. A esta destrutiva

[230] Veja-se J. Sachs (1989).

combinação de problemas complexos e hesitação pode-se atribuir a degeneração da atuação econômica do estado na segunda metade da década de 1980 *et pour cause* a hiperinflação.

8.2 A gênese da crise fiscal: a democracia degenerada

Ao final de 1984, quando toma posse o primeiro governo civil após duas décadas, a economia estava passando pelo início da fase de uma vigorosa recuperação. E como o crescimento prosseguiu sem que houvesse qualquer deterioração nas contas externas, vários observadores sugeriram que os ajustes industriais a partir da crise de 1982 nos livrariam de quaisquer novas dificuldades nesse terreno mesmo com a recuperação do crescimento. O déficit fiscal estava sob razoável controle (entre 0% e 1,5% do PIB), e a inflação, apesar da tendência de alta, ainda era moderada. Poderiam haver expectativas excessivamente otimistas sobre o futuro econômico da nação, mas nenhum observador do cenário brasileiro poderia prever que, cinco anos depois, ao final do governo Sarney, a situação fiscal do país se tornaria insustentável (com o déficit fiscal — no conceito operacional — aproximando-se de 10% do PIB) e que o Brasil experimentaria o raro fenômeno da hiperinflação. Como foi possível que a jovem democracia brasileira, iniciando esta sua nova fase tão cheia de boas perspectivas, pudesse testemunhar um fracasso econômico tão contundente?

As raízes da crise fiscal que levaram à hiperinflação podem ser observadas com a ajuda da Tabela 8.2 abaixo, que mostra um resumo da conta corrente do setor público desde 1970. É interessante notar que existem dois momentos claros de deterioração, tomando-se 1970 como parâmetro: o primeiro aconteceu na segunda metade da década de 1970, quando o déficit no conceito operacional atingiu 4,5% do PIB em 1980 e a poupança do setor público alcançou 2,2% do PIB, após permanecer por volta de 6% do PIB no início da década de 1970. O segundo período aconteceu entre 1985 e 1989, quando a poupança pública atingiu -5,8% do PIB, e

o déficit geral foi de 8,9%. Em um documento largamente divulgado, o governo reconheceu que, considerando todas as medidas adotadas, ao final do governo Sarney, a expectativa para 1990 era que o déficit alcançasse 9,15% do PIB.

Tabela 8.2
Conta Corrente do Governo - Conceito Operacional
(% do PIB)

	1970	1975	1980	1985	1989
Receita corrente	27,1	25,8	23,6	22,3	21,2
Despesa corrente	21,0	21,1	21,4	22,1	27,0
serviço das dívidas	0,7	0,6	1,1	3,8	3,3
salários	8,3	7,5	6,2	6,8	9,7
benefícios	8,2	7,0	7,6	7,1	7,5
outros	3,8	6,0	6,5	4,4	6,5
Poupança Pública	6,1	4,7	2,2	0,2	5,8

Fonte: Ministério da Economia, Contas Nacionais.

O primeiro período de deterioração fiscal foi da década de 1970 até o final do período militar em 1985 e pode ser diretamente associado aos efeitos fiscais dos pagamentos externos posteriores à crise da dívida. Em um sentido amplo, esse é o componente internacional da crise brasileira, i. e., um problema encontrado em todos os países endividados. A questão verdadeiramente intrigante é o aprofundamento da crise fiscal brasileira ocorrida após 1985, quando a crise da dívida já não tinha a mesma importância, e na qual foram conjugados crescentes gastos públicos com a capacidade cada vez mais reduzida de financiar os déficits, levando as contas fiscais para uma situação caótica ao final de 1989. Não há dúvida que essa evolução foi devida a fatores essencialmente domésticos.

É forçoso considerar que o próprio retorno ao regime democrático pode ter sido um fator a determinar a deterioração da situação fiscal brasileira o que, a primeira vista, semelhanças com o que se passou na Alemanha à época de

Weimar. Nesse caso, a redemocratização, o crescimento extraordinário da sindicalização imediatamente após a revolução de 1918, e a efervescência revolucionária típica desses anos provocaram enormes demandas sociais que, combinadas às dificuldades de balanço de pagamentos pelas quais passava a Alemanha, gerariam um conflito distributivo que seria fundamental para produzir a hiperinflação. Esse processo encontra certa correspondência no caso brasileiro, embora seja claro que o nosso conflito distributivo nem de perto atingiu a mesma ordem de grandeza. É verdade que a atividade sindical foi consideravelmente maior na segunda metade da década de 1980 em diante, e também é verdade que uma crescente resistência, da parte dos trabalhadores, às "perdas salariais" foi sentida. Todavia, nossas "perdas salariais", bem como as nossas obrigações externas, nem de perto atingiram a magnitude observada na Alemanha, conforme se observa nos dados da Tabela 8.1.

No caso brasileiro, é de se registrar que, com a abertura, reaparecem com renovado vigor práticas políticas próprias de um regime democrático mais primitivo — corporativismo, populismo, clientelismo —, que passam a incidir sobre instituições fiscais e monetárias brasileiras totalmente desajustadas para regularem uma competição aberta por recursos públicos e regulação numa sociedade de massas. Transitamos com imensa velocidade, usando imagens de Roberto da Matta, da "casa" para a "rua", ou seja, "adotamos e implementamos um sistema de governo fundado no Estado Nacional moderno, liberal, individualista, universalista e igualitário, sem, no entanto, termos extinguido, domesticado, ou sequer problematizado os valores fundados no particularismo legitimado pelo holismo hierárquico que constituiu o esqueleto do nosso sistema".[231]

A hiperinflação brasileira seria imensamente facilitada pela tibieza de nossas instituições monetárias e fiscais em um contexto de severo ataque clientelista e corporativo aos co-

[231] R. da Matta (1993, p. 20).

fres públicos, mercê do alegado resgate (seletivo, é claro, e portanto clientelista na sua essência) da "dívida social", processo que se vê mais e mais facilitado pelos primeiros sinais de inflação elevada e pelas distorções por esta provocadas na execução do orçamento.

A fraqueza de nossas instituições monetárias e fiscais produzia-se naquele tempo, e ainda produz, um viés acomodatício e inflacionário na execução fiscal e política monetária associada que resulta de tais instituições terem se desenvolvido para serem mecanismos executores de prioridades nacionais *ad hoc* sob controle de regras decisórias autoritárias. Na ausência de controle autoritário, essas instituições não colocaram obstáculos à irresponsabilidade fiscal, especialmente em função de duas circunstâncias: (i) a primeira foi a absoluta falta de transparência envolvendo as contas fiscais o que, no primeiro momento podia dever-se ao esforço do Executivo em evitar o escrutínio do Congresso mas, em seguida, pareceu incentivada pelo próprio Congresso interessado em progressivamente apropriar-se do controle do imposto inflacionário, vale dizer, das receitas inflacionárias fora da esfera orçamentária; (ii) a segunda tinha que ver com as distorções, introduzidas pela inflação, no processo orçamentário, como veremos em detalhe no próximo capítulo, do que resultava a destruição completa do orçamento público como instrumento de planejamento e controle fiscal.

A combinação desses elementos resultou em uma competição desorganizada e sem barreiras pelos recursos públicos que não guardou qualquer relação com objetivos macroeconômicos tais como o equilíbrio orçamentário e a estabilidade de preços. Se no contexto do regime autoritário o Executivo representava a única força capaz de produzir disciplina fiscal, com o governo civil, entretanto, o papel do Executivo se inverte. Dadas as circunstâncias em que se iniciou a Nova República, a falta de suporte político para o Vice-Presidente que assume o mandato presidencial, tanto no Congresso quanto na sociedade como um todo, a jovem democracia brasileira viria a demonstrar uma extraordinária inclinação para velhos vícios

que terminariam recriando uma velha doença, uma nova forma de populismo, um populismo das corporações, que atingiria o paroxismo no processo constituinte. Permanecendo o Brasil, do ponto de vista da estrutura formal e informal de representação de interesses econômicos, uma sociedade essencialmente invertebrada, não seria difícil para o novo regime incorporar corporações e clientes mediante o uso seletivo de sua musculatura regulatória e fiscal com o propósito de socializar os custos de benesses concedidas a interesses específicos organizados de forma aguerrida e militante.

Esta é, na verdade, uma doença de qualquer democracia, onde *lobbies* existem justamente para fazer incidir sobre todos os custos de privilégios particulares beneficiando "setores estratégicos" ou grupos necessitados. Porém essa tendência natural à exploração da maioria por minorias organizadas se viu multiplicada em um contexto de fraquezas institucionais e dificuldades no terreno da legitimidade política que terminaram resolvidas pelos cofres públicos.

Diz a máxima que o melhor acordo político é aquele onde todos ganham, mas esta variedade de acordo é muito rara no terreno da economia, onde o tipo mais comum de acordo é aquele onde quem faz ganha e quem está fora — a sociedade não organizada — perde (o jogo de soma zero). As faturas são apresentadas aos que não têm como expressar sua oposição, a maioria silenciosa que paga o imposto inflacionário. A cobrança é muda e o processo aparentemente indolor. A receita arrecadada encontra uso em gastos de natureza social, e defensores entre políticos progressistas que parecem não perceber que, com a inflação que se esmeram em criar, tributam o pobre através do imposto inflacionário e usam a receita para benefício não do mesmo pobre, mas de outro, a ele associado por uma relação de clientela. Esta hipocrisia populista que desabrocha na Nova República resultou em um viés inflacionário, foi se acentuando ao longo da chamada Nova República e só não degenerou rapidamente em hiperinflação porque o Executivo pôde lançar mão de sucessivos congelamentos de preços e de mecanismos de repressão fiscal

cuja eficácia, todavia, seria drasticamente diminuída em 1989, com o colapso do Plano Verão e a perspectiva de mudança de governo. A hiperinflação reprimida torna-se, então, aberta. E o Brasil passa a oferecer à História um raro exemplo de extrema irresponsabilidade fiscal e hiperinflação desligada de qualquer catástrofe econômica.

9. A crise fiscal da União: diagnóstico e apontamentos para uma lei das finanças públicas[232]

9.1 A natureza da crise

Conforme vimos no capítulo anterior, a crise fiscal brasileira tem duas raízes: uma externa, que remonta à ruptura do padrão de financiamento externo no início dos anos 80 e aos esforços de ajuste daí decorrentes, e outra doméstica, associada à descompressão de demandas sociais e corporativas, à deterioração da capacidade de arrecadação do Estado e à redefinição das relações entre diferentes esferas de governo, observadas durante os primeiros anos do regime democrático.

Uma característica central da crise fiscal brasileira é a tendência a se socializarem os custos tanto do ônus fiscal do ajuste externo, quanto da expansão do gasto social e das transferências a estados e municípios necessárias para assegurar densidade política ao regime democrático de 1985. Como não foi possível elevar a carga tributária efetiva para enfrentar estas demandas, uma parte delas acabou sendo financiada pela emissão de moeda, ou seja, extraída através da inflação, e outra terminou simplesmente não sendo atendida.

Este "conflito distributivo" se revela com clareza no orçamento federal, que é o *locus* natural do confronto das diversas demandas sobre os recursos fiscais. É no Orçamento que encontram expressão as demandas associadas ao gasto social, ao ajuste externo e às transferências, bem como a todas as outras finalidades. Sendo o Orçamento um documento apenas autorizativo, não têm havido restrições a que nele se incluam

---

[231] *Texto inédito, destinado originalmente a acompanhar a publicação do Plano de Ação Imediata, de junho de 1993, como uma nota técnica sobre o quadro fiscal vigente. O autor agradece a colaboração dos colegas da Secretaria de Política Econômica, especialmente a José Carlos Jacob, e também a Eduardo Guardia, cujo estudo sobre o orçamento da União e sua execução deu início à formulação de muitas das teses deste artigo.*

quaisquer pleitos politicamente defensáveis. A fraqueza institucional do processo orçamentário permite que a despesa autorizada se amplie até atingir níveis irreais, para isso bastando, por exemplo, que a previsão de receita seja artificialmente inflada através de "esforços de arrecadação" que não chegam a se materializar. Acentuou-se, portanto, durante a segunda metade dos anos 80, o irrealismo orçamentário.

9.2 O irrealismo orçamentário e o déficit potencial

No início dos anos 90, conforme pode ser visto na Tabela 9.1, as despesas orçadas, excluídas aquelas relativas à rolagem da dívida interna, situaram-se respectivamente em 144, 113 e 108 bilhões de dólares nos exercícios de 1990, 1991 e 1992, enquanto as receitas efetivamente realizadas situaram-se em 111, 73 e 68 bilhões de dólares. Ou seja, as despesas orçadas têm sido sistematicamente situadas em valores muito distantes da realidade. A proporção das despesas realizadas sobre as orçadas atingiu apenas 50,5%, 53,2% e 57,0% nesses anos.

Tabela 9.1
Rubricas selecionadas do orçamento fiscal federal: valores orçados e executados: 1990-1992 (US$ milhões)

	1990			1991			1992		
	Orçado	Execução	%	Orçado	Execução	%	Orçado	Execução	%
Receita									
. Impostos	33,649	38,408	114,1	40,224	26,869	66,8	38,707	26,809	69,3
Contrib. Sociais	49,995	28,751	57,5	53,873	26,681	49,5	47,548	23,159	48,7
Outros	9,051	43,369	479,2	13,695	24,440	178,5	13,935	17,620	126,4
. Total	92,695	110,528	119,2	107,792	77,990	72,4	100,190	67,588	67,5
Despesa									
. Salários	24,085	21,905	90,9	23,398	18,818	80,4	19,868	15,292	77,0
. Juros	33,861	8,998	26,6	2,975	1,826	61,4	5,332	5,080	95,3
. Investimento	6,628	3,001	45,3	9,845	3,041	30,9	11,833	2,530	21,4
. Op. Of. Crédito	16,798	7,179	42,7	15,366	6,387	41,6	13,169	10,525	79,9
. Outros	62,881	31,799	50,6	61,563	30,145	49,0	57,785	28,105	48,6
. Total	144,248	72,882	50,5	113,147	60,217	53,2	107,987	61,532	57,0

Fonte: Secretaria de Política Econômica - Ministério da Fazenda.
Obs.: Os montantes executados foram convertidos a cruzeiros de 1993 em bases mensais.

Sobressai desses números a imensa disparidade entre o gasto público desejado, e que expressa, não obstante, aspirações legítimas dos mais variados segmentos sociais, e o que é consistente com a nossa realidade tributária, revelada pela disposição da sociedade em pagar impostos. Este deficit potencial de enormes proporções fornece uma indicação da magnitude de nosso desequilíbrio fiscal *ex-ante* e se une a questões patrimoniais envolvendo direitos e haveres contra o Estado na determinação das causas do virulento processo inflacionário que enfrentamos.

Dois mecanismos básicos têm operado para impedir que o déficit potencial se materialize, e para ambos a inflação joga papel fundamental: (i) a corrosão das dotações orçamentárias pela inflação; e (ii) a repressão fiscal.

A primeira ocorre porque as dotações orçamentárias não são perfeitamente indexadas e por isso vão sendo corroídas pela inflação ao longo do exercício fiscal. O Congresso Nacional, ao receber do Executivo o projeto de lei de orçamento, que utiliza como referência preços de maio do exercício anterior, introduz um multiplicador para o valor das dotações — que se destina a converter preços de maio do exercício anterior a preços médios do exercício corrente — que geralmente embute uma previsão muito otimista da inflação, e fixa as dotações em moeda nominal. Dessa forma, a inflação se encarrega de tornar factível a execução de um orçamento que, em condições normais, i. e. , com uma inflação baixa, seria irrealizável. É neste sentido que o Executivo se torna dependente e sócio da inflação. Essa dependência se amplia dada a necessidade de se utilizar a receita do chamado "imposto inflacionário", ou seja, a receita oriunda da emissão de moeda, para financiar o déficit remanescente.

Todavia, mesmo com a corrosão das dotações pela inflação, o Executivo se vê forçado a utilizar o expediente de repressão fiscal para manter as despesas em níveis administráveis. O expediente reduz despesas de forma temporária e inevitavelmente reversível. Isto se observa, por

exemplo, quando os salários do funcionalismo são rebaixados além do razoável, ou quando o Executivo adia despesas incontornáveis de manutenção dos serviços e infra-estrutura pública. A repressão fiscal pode perfeitamente ser vista como uma forma velada e distorcida de endividamento, onde os "credores" são as diferentes unidades de despesa.

O contingenciamento de despesas, isto é, a imposição de limites quantitativos às despesas, tem sido a medida mais típica de repressão fiscal. Várias são as distorções que provoca: (i) cria-se um paradoxo de inversão de prioridades, através do qual uma unidade de despesa procura inicialmente efetuar a menos importante de suas despesas, de modo a pleitear, mais adiante no exercício, a liberação de recursos adicionais para suas despesas realmente indispensáveis; (ii) não podendo deixar de efetuar despesas de custeio, a unidade se endivida através de "atrasados" que são, na verdade, créditos de fornecedores cuja "rolagem" resulta em prejuízo para estes, que freqüentemente recorrem a sobrepreços para compensar essas perdas; (iii) uma unidade de despesa procura tipicamente iniciar diversas atividades de modo a tornar os seus programas "irreversíveis", no sentido de que é mais barato completar uma obra que interrompê-la; (iv) como o Ministério da Fazenda dispõe de poder discricionário para reter ou liberar as verbas orçamentárias, fica sobremodo favorecida a prática do clientelismo através do uso político deste poder e, por fim; (v) como em qualquer atividade que envolve "racionamento", há uma tendência para a proliferação de "mercados negros". Como observado pelo Relatório da CPI que investigou as atividades do Sr. Paulo César Farias, "a execução [do orçamento] é a etapa do processo orçamentário mais suscetível de ingerências externas ao setor público".

Esses elementos — orçamento irrealista, corrosão inflacionária das dotações, repressão fiscal e imposto inflacionário — compõem o regime fiscal doentio em que vivemos. Sua permanência está associada à existência de inflação elevada, da qual o governo depende para equilibrar as suas contas.

9.3 A rigidez orçamentária

Ao longo do tempo, as diversas unidades de despesa — estados, municípios, ministérios setoriais (educação, saúde, transporte, etc.) servidores, aposentados, agências cuidando de interesses regionais, etc. — através de diversos expedientes, procuram defender-se da repressão fiscal e da redução real de suas dotações causada pela inflação. O mais importante deles é a vinculação de uma determinada receita com a despesa desejada. Ao obter uma receita vinculada, uma unidade de despesa garante o seu quinhão do bolo tributário, defende-se da repressão fiscal e assegura para suas despesas a mesma indexação que a de suas receitas.

Essa postura defensiva é claramente percebida, por exemplo, nas reformas tributárias de "emergência" realizadas nos primeiros anos da década de 1980, quando aumentaram as transferências obrigatórias a estados e municípios. Enquanto que no início dos anos 70 apenas 12% do IPI e do IR eram transferidos automaticamente a estados e municípios, estas proporções hoje situam-se em 44% para o IR e 54% para o IPI. Somam-se a estas, por força da Constituição de 1988, outros 3% transferidos a fundos de desenvolvimento regionais administrados por bancos oficiais, bem como uma infinidade de outras pequenas vinculações.

A mesma postura esteve presente nos últimos anos nas discussões em torno da criação do orçamento da Seguridade Social. O crescimento das contribuições sociais vinculadas, especialmente a partir da segunda metade dos anos 80, significou a ocupação de uma porção crescente do espaço tributário e garantiu para a área social uma disponibilidade de recursos feita à custa do orçamento fiscal "puro". Ou seja, o orçamento da Seguridade se tornou superavitário *vis-à-vis* o orçamento fiscal, o que resultou em ampliar consideravelmente o espaço para a concessão de benefícios.

Tabela 9. 2
Evolução da receita, das despesas rígidas e dos recursos disponíveis da União, 1988-92

(% da Receita da União)

DISCRIMINAÇÃO	1988	1992
1. RECEITA DA UNIÃO (1)	100,00%	100,00%
2. DESPESAS RÍGIDAS	78,05%	96,72%
2.1 TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS	17,54%	21,11%
2.2. OUTRAS RECEITAS VINCULADAS (2)	10,98%	22,89%
2.3 PESSOAL E ENCARGOS (3)	14,71%	13,25%
2.4 BENEFÍCIOS PREVIDENCIÁRIOS	17,62%	28,03%
2.5 ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA E EXTERNA	17,20%	11,44%
3. RECURSOS DISPONÍVEIS	21,95%	3,28%

(1) Conceito de Necessidades de Financiamento Líquido. (2) Inclui, entre outras, Taxas e Contribuições (exclusive COFINS, PIS-PASEP, Contribuição sobre o Lucro) e Adicionais com vinculação legal, FUNDAF, receita diretamente arrecadada (fonte 150) e exclui vinculação para manutenção e desenvolvimento do ensino. (3) Corresponde ao total da despesa de pessoal, menos uma estimativa das despesas de pessoal da Seguridade Social.
Fonte: Secretaria de Política Econômica - Ministério da Fazenda

A Tabela 9.2 documenta o notável estrangulamento das receitas "livres" de vinculações de 1988 para 1992. As transferências a estados e municípios de 17,5% das receitas da União passam a ocupar 21,1%. Mais impressionante, todavia, é o crescimento das outras vinculações e dos benefícios previdenciários (que correspondem ao crescimento das receitas vinculadas à Previdência). O escopo da política fiscal da União viu-se, portanto, dramaticamente reduzido. Os recursos disponíveis para gasto à conta de custeio e investimento reduziram-se de 21,9% da receita da União para 3,2%. Esses números atestam a decomposição fiscal da União, vítima do avanço progressivo dos "suborçamentos" geridos por unidades de despesa específicas.

9.4 Os "ralos" e os "suborçamentos"

Para se defenderem da corrosão das dotações e da crescente repressão fiscal, algumas unidades de despesa deram um passo além da vinculação de receita: desenvolveram mecanismos mais ou menos automáticos de cobertura de insuficiências de recursos, de tal sorte a fazerem o Tesouro Nacional assumir seus eventuais déficits, quaisquer que eles fossem. Nessas condições, os gastos dessas unidades tenderam a ganhar bastante autonomia e a crescer sem muito compromisso com o seu financiamento. Disso resulta, via de regra, a acumulação de déficits, que se tornam "dívidas" da União junto a diferentes unidades de despesa, que terminam sendo, em alguns casos, assumidas formalmente pela União. Destacam-se nessa linha três entidades: (i) a Previdência; (ii) os estados; e (iii) as empresas estatais.

A Previdência desfrutou, de 1988 a 1990, de um notável crescimento de suas receitas vinculadas — de 5,2% do PIB para 8,3% — que permitiu uma expansão contínua das despesas com benefícios: de 2,5% do PIB, em 1988, para cerca de 5,2%, em 1993. Mais recentemente, de sorte a aumentar o espaço para a concessão de benefícios, têm havido esforços no sentido de se transferirem para o Tesouro certas responsabilidades da Previdência — Encargos Previdenciários da União, o compromisso em atender despesas com o Ministério da Saúde, e mesmo as despesas administrativas dos Ministérios da Saúde e da Previdência. Independentemente disto, todavia, a Lei de Custeio da Previdência obriga o Tesouro Nacional a cobrir as insuficiências de recursos oriundos de benefícios, quaisquer que elas sejam. Este automatismo obviamente enfraquece o incentivo para que haja disciplina no lado da despesa no orçamento da seguridade.

A sensível deterioração da situação financeira da Previdência, contudo, motivou notáveis esforços de austeridade, bem como de aprimoramento da arrecadação, e inclusive uma proposta de rompimento dos laços da Previdência com o Tesouro. Esta experiência parece demonstrar que a vincu-

lação de receitas, quando levada às últimas conseqüências, pode fazer crescer, na unidade de despesa, o interesse pela arrecadação do tributo que lhe permite expandir seus gastos.

Os estados, além de desfrutarem de vinculações de receita, também se beneficiam largamente de transferências voluntárias no Orçamento da União. Além disso, as restrições orçamentárias a que se sujeitam têm sido consideravelmente relaxadas pelo uso de seus bancos estaduais como supridores de recursos. Estes, por sua vez, ao serem pressionados pelos seus próprios controladores (em flagrante desrespeito à Lei do Colarinho Branco), além de suas possibilidades técnicas, recorrem ao inadimplemento sistemático, ou mesmo ao Banco Central para buscar acomodação. Dessa maneira, os bancos estaduais funcionaram, em algumas ocasiões, como verdadeiros emissores de moeda. A acumulação de dívidas e a má situação financeira de muitos bancos estaduais resultam, em última instância, da indisciplina fiscal e da inadimplência dos estados e suas empresas, com os quais, em muitos casos, uma proporção superior a 70% das operações de crédito dos bancos estaduais tem lugar. Consolidações periódicas podem transferir essas dívidas da esfera bancária para a esfera política, na medida em que os estados assumem as dívidas de seus bancos para com a União. A pressuposição de que refinanciamentos periódicos sempre irão ocorrer, termina por sinalizar que os excessos dos bancos estaduais serão, ao fim das contas, sempre convertidos em dívidas de longo prazo roladas em condições favorecidas.

Não obstante, a Resolução CMN nº 1.996, disciplinando a aplicação da chamada "Lei do Colarinho Branco" (Lei nº 4.792) para as relações entre bancos estaduais e seus controladores, bloqueou a conexão entre a indisciplina fiscal dos estados e seus bancos. Pretendeu-se, nesse contexto, que o saneamento financeiro dos bancos estaduais resultante da rolagem das dívidas dos estados com a União e suas empresas pudesse abrir caminho para a regularização dos fluxos de pagamentos associados a essas dívidas e, na vigência da Resolução nº 1.996, não fossem retomadas as práticas anteriores.

As empresas estatais desfrutam hoje de enorme autonomia para sua gestão operacional, aí incluindo sua política salarial, e também para o estabelecimento de seus cronogramas de investimento. Havendo superdimensionamento dos investimentos e generosidade salarial, combinadas, todavia, a resistências da parte do Ministério da Fazenda em sancionar aumentos de tarifa que suportem estas demandas, o resultado é um prejuízo operacional que se traduz em endividamento crescente ou em aportes do Tesouro. Todavia, nem sempre existe clareza sobre os mecanismos contábeis que permitem que estes prejuízos se tornem dívidas da União, como se nelas estivessem incluídos subsídios que a União devesse necessariamente financiar. Também ocorre de os prejuízos serem oriundos de ineficiências gerenciais, leniência salarial e superdimensionamento de investimentos. Os mecanismos de transferências podem ser uma Conta de Resultados a Compensar, no caso do setor elétrico, uma Conta Petróleo ou uma Conta Álcool, no caso da Petrobrás, ou ainda uma "normalização contábil", no caso da RFFSA. Essas contas acumulam débitos que periodicamente são compensados por aportes do Tesouro, apropriação de impostos ou inadimplências com órgãos federais. Na mesma linha, pleitos associados a "defasagens tarifárias" podem freqüentemente encobrir a disposição de saldar essas "dívidas" assim transferindo a consumidores os prejuízos acumulados.

A operação desses automatismos, bem como o avanço da rigidez orçamentária provocada pelas vinculações de receita, compõem um trágico quadro de fragmentação fiscal. As diferentes unidades de despesa assumem autonomia e procuram assegurar superávits em seus "suborçamentos" à custa das demais unidades e do cada vez mais reduzido espaço livre no orçamento da União. O aprofundamento destas tendências tem causado a progressiva deterioração das contas públicas. Na verdade, o colapso fiscal tem sido contornado graças ao mecanismo de repressão fiscal utilizado nos últimos anos, o qual gera as distorções já mencionadas e, como será visto a seguir, tem encontrado cada vez maiores dificuldades na sua implementação.

9.5 Irrealismo Orçamentário e Repressão Fiscal em 1990-1992

Nos últimos anos têm havido dificuldades para se promoverem reformas fiscais que revertam as tendências acima descritas. Pouco se avançou em atacar o irrealismo orçamentário, o crescimento das vinculações de receitas, e os automatismos na geração de despesas. A inação resultou em reduzir progressivamente o espaço de manobra da política fiscal e em atirar o país na hiperinflação em fins de 1989. O clássico patamar de 50% mensais foi transposto em dezembro de 1989, tendo o país permanecido tecnicamente em hiperinflação durante 4 meses.

A hiperinflação foi interrompida com o plano de estabilização de março de 1990, que não logrou trazer um equilíbrio fiscal duradouro. Pelo contrário, em vez de promover as reformas constitucionais, ou infraconstitucionais, necessárias para reverter o quadro de rigidez de despesas e reformular o sistema tributário, o governo anterior adotou expedientes transitórios para comprimir despesas e elevar as receitas.

Do lado da receita, obtiveram-se ganhos temporários de arrecadação em 1990, principalmente pela incidência ampliada do IOF — cuja arrecadação alcançou 1,3% do PIB, tendo sido dedo sido de 0,4% em 1989 e retornado a 0,6% em 1991 — e também pela suspensão de diversos incentivos fiscais. Em 1990 a carga tributária alcançou o maior nível dos últimos anos — em torno de 27% do PIB — mas retornaria a seus valores históricos logo em seguida em 1991.

Do lado da despesa, deve-se destacar a compressão das despesas de juros sobre as dívidas interna e externa referentes à dívida mobiliária no mercado. Por um lado, a continuação da moratória parcial da dívida externa manteve baixos os pagamentos aos credores internacionais em 1990, de cerca de US$ 2,6 bilhões, contra US$ 3,5 bilhões, em 1989. Por outro, o seqüestro dos ativos financeiros reduziu significativamente as despesas de juros sobre a dívida interna, que foram praticamente inexistentes em 1991 (apenas US$ 55 milhões frente a US$ 4,6 bilhões em 1990).

No tocante ao valor real da folha de salários, registra-se uma queda notável em 1990 e 1991, mas com relação ao extraordinariamente alto valor de 1989, e a tendência declinante prosseguiu em 1992. Com a concessão da isonomia salarial aos servidores públicos e o crescimento real da folha decorrente da correção das distorções entre os três Poderes da União, mantido pelos reajustes concedidos a partir de janeiro de 1993, é provável que, para 1993, o valor das despesas de pessoal (no orçamento fiscal) seja bem superior ao observado em 1992.

A situação das contas públicas viria efetivamente se deteriorar continuamente a partir de 1991, na medida em que a arrecadação retornava a seus níveis históricos, o represamento das despesas com os juros da dívida interna se erodia com a devolução dos cruzados e retomavam-se os pagamentos relativos à dívida externa. Manteve-se a disposição de impedir a recuperação dos salários do funcionalismo e editaram-se sucessivos decretos de contingenciamento (Decreto nº 21 de 01.21.1991 e Decreto nº 475 de 13.03.1992) de modo a preservar algum grau de controle fiscal. Contudo, para completar a derrocada do sistema de represamento artificial de gastos montado nos últimos anos, a Justiça determinou o pagamento da correção de 147% das aposentadorias e pensões. Como conseqüência, a Previdência poderá ter de reduzir sua participação no custeio das despesas de Saúde, que em 1992 havia somado o equivalente a cerca de US$ 4 bilhões. Desta forma, a percepção dos agentes econômicos não era nem poderia ser a de que as contas públicas estavam sob controle. A aceleração da inflação, diante disso, não seria surpreendente.

9.6 O orçamento de 1993

O orçamento de 1993 não fugiu ao irrealismo de anos anteriores, tal como revelado pela discriminação de receitas e despesas na Tabela 9.3. Em boa medida, o real significado do orçamento é obscurecido pela maneira conceitualmente anacrônica de apresentar suas principais rubricas. A Lei nº 4.320 de 31.03.1964, que ainda rege a confecção do orçamento público, foi concebida para um mundo no qual a in-

flação era muito baixa e, mais importante, permaneceu inalterada durante um período de tempo em que importantes inovações conceituais ocorreram no domínio da contabilidade pública. Como se verá a seguir, a reforma das normas de apresentação do orçamento são cruciais para o esforço de transparência orçamentária e ajuste fiscal.

Tabela 9.3
Orçamento geral da União, 1993, execução potencial

DISCRIMINAÇÃO	US$ MILHÕES(1)
1. RECEITA	77.767
1.1 RECEITA TRIBUTÁRIA	35.867
1.2 RECEITA DE CONTRIBUIÇÕES	38.005
1.3 OUTRAS RECEITAS	3.895
1.3.1 FONTES 150 + 250	1.615
1.3.2 REC. CONC. PROGNÓSTICOS	236
1.3.3 FUNDAF	622
1.3.4 COTA-PARTE FUNDO MAR. MERC	235
1.3.5 DEMAIS	1.157
2. DESPESA (2)	109.031
2.1 PESSOAL	14.899
2.2 TRANSFERÊNCIAS	15.476
2.3 BENEFÍCIOS PREVIDENCIÁRIOS	18.160
2.4 OUTRAS DESPESAS CORRENTES	27.341
2.5 INVESTIMENTOS	15.274
2.6 INVERSÕES FINANCEIRAS	14.977
2.7 OUTRAS DESPESAS DE CAPITAL	1.853
3. RESULTADO ORÇAMENTÁRIO (exclusive juros)	(31.314)
4. JUROS DA DÍVIDA PÚBLICA (em poder do público)	6.013
4.1 JUROS TOTAIS	12.598
4.2 JUROS PAGOS AO BACEN	6.495
5. RESULTADO ORÇAMENTÁRIO (inclusive juros)	(37.327)
6. FINANCIAMENTO	37.327
6.1 OPERAÇÕES DE CRÉDITO INTERNAS	(3.318)
6.1.1 RECEITA	170.150
6.1.2 DESPESA	166.972
6.1.3 (-) JUROS PAGOS AO BACEN	6.495
6.2 OPERAÇÕES DE CRÉDITO EXTERNAS	2.849
6.3 RESULTADO INFLACIONÁRIO	14.839
6.4 OUTRAS	22.956

OBS.: O resultado orçamentário aqui representado não corresponde ao conceito de Necessidades de Financiamento do Setor Público medido pelo Banco Central do Brasil e pela SEPE/MF. (1) Valores em Cruzeiros foram transformados a preços de março de 1993 e convertidos pelo dólar desse mês. (2) Conceito de competência.
Fonte: Secretaria de Política Econômica — Ministério da Fazenda

A primeira e mais flagrante distorção nas estatísticas da Tabela 9.3 diz respeito à contabilização das transações relativas à dívida pública, em particular o tratamento dado à questão da correção monetária da dívida interna. Desde meados dos anos 80 solidificou-se internacionalmente a distinção entre déficits (superávits) nominais e reais (operacionais ou primários), aqueles incorporando a correção monetária e estes a excluindo. As normas orçamentárias brasileiras não consagram este procedimento, forçando a que se presuma uma trajetória da inflação a fim de estimar as receitas e as amortizações associadas à rolagem da dívida interna. Por este motivo o orçamento traz rubricas gigantescas em "operações de crédito internas", no valor de US$ 170 bilhões, do lado da receita, e em "amortizações", equivalentes a US$ 167 bilhões, do lado da despesa, como pode ser visto na Tabela 9.3.

O mais sério problema com a moldura conceitual da Lei nº 4.320 e da atual sistemática orçamentária é a confusão entre "receitas de capital" e mecanismos de financiamento, ou seja, a dificuldade em se distinguir "acima da linha", onde se especifica o verdadeiro déficit orçamentário e "abaixo da linha", onde se indicam as fontes de financiamento do déficit. As receitas de capital "ilegítimas — correspondendo a operações de crédito, corrosão de patrimônio ou "imposto inflacionário" —, quando apropriadas corretamente "abaixo da linha", como na Tabela 9.3, permitem a identificação de um déficit orçamentário potencial da ordem de US$ 37,3 bilhões para 1993.

A não identificação das contas "abaixo da linha" não é uma tecnicalidade sem maior importância. Com demonstra a tramitação do orçamento de 1993, os congressistas puderam emendar o projeto de lei orçamentária com base no argumento de que o Executivo subestimava a receita oriunda de "remuneração de disponibilidades do Tesouro Nacional no Banco Central", a famosa fonte 188. Assim, cerca de US$ 3 bilhões em emendas foram acrescidos ao orçamento por conta desse artifício, que embora nada tenha de ilegal, é inteiramente descabido do ponto de vista econômico. O mesmo vale para prá-

ticas tais como e de não se utilizar receita tributária para o pagamento de juros. Esses fatos revelam que a falta de clareza conceitual sobre o orçamento e o déficit é de tal ordem que o Congresso abertamente tenta apropriar-se da capacidade de gastar a receita do "imposto inflacionário", ou de usar em gasto corrente a correção monetária do patrimônio público.

A situação acima descrita é, na verdade, ainda mais alarmante, uma vez que se considera que em diversas rubricas onde o gasto não pode deixar de ser executado — como, por exemplo, despesas de pessoal e com benefícios previdenciários — houve uma flagrante subestimação da despesa orçada, que pode atingir mais US$ 8 bilhões apenas nestas duas rubricas. Parece haver aí, em uma escala inusitada, o já aludido "paradoxo das prioridades invertidas": subestima-se o essencial para se garantir o acessório. E, por conta disso, o déficit na execução do orçamento resulta ainda o maior que o já embutido no orçamento, podendo atingir a marca de US$ 40 bilhões, algo próximo de 10% do PIB. Pouca dúvida deve haver que este desequilíbrio fiscal potencial é a causa primordial da inflação brasileira.

Deve-se esclarecer, todavia, que não é simples a "tradução" do resultado orçamentário expresso na Tabela 9.3 para o conceito de "Necessidades de Financiamento do Setor Público" (NFSP), conceito este amplamente utilizado para fins de avaliação do sentido da política fiscal. Estão aí envolvidas, além da exclusão das contas de estados e municípios e empresas estatais, a conciliação de contas em regime de competência para regime de caixa, bem como a devida consideração dos mecanismos de *float*, e também a consolidação das contas do Tesouro Nacional e do Banco Central. Feitas estas adaptações — que nos levam a um conceito de NFSP *ex-ante* — e considerando, além disso, os desvios entre inflação prevista e realizada, além da extensa operação de mecanismos de repressão fiscal, é que chegaríamos aos números para o comportamento observado das NFSP para o exercício de 1993.

O desempenho das contas da União em 1993 sublinha a importância de mecanismos tais como a corrosão inflacio-

nária das dotações e a repressão fiscal para permitir que mais este orçamento irreal seja executado. Foi elevada a inflação durante o ano e, além disso, como o orçamento de 1993 não estava aprovado até meados do ano, prevaleceu o preceito de que somente poderia ser executado, a cada mês, um duodécimo do orçamento do ano anterior. Com a entrada em vigor do Orçamento de 1993 em fins de maio, ainda foi possível comprimir despesas durante o mês de junho através do dispositivo na Lei nº 4.320, que permite a programação trimestral do orçamento. Graças a estes expedientes observou-se uma extraordinária compressão de despesas, notadamente de custeio e investimento, cujas dotações liberadas não atingiram sequer 10% dos valores autorizados. A receita no primeiro semestre do ano superou US$ 33,5 bilhões enquanto que a despesa, exclusive juros, chegou a US$ 28,6 bilhões. O superávit primário foi de US$ 4,9 bilhões e o superávit operacional de US$ 2,2 bilhões.

Para o restante do ano, os resultados deverão ser semelhantes e não havendo dúvida que, uma vez mais, a inflação e a repressão fiscal serão importantes para a obtenção destes resultados. Não obstante, a partir do segundo semestre de 1993, adotou-se a determinação de divergir das práticas de anos anteriores, notadamente no que se refere à repressão fiscal, e iniciar uma transição na direção de práticas orçamentárias realistas. Implementou-se, por exemplo, através de projeto de lei submetido ao Congresso Nacional, uma reprogramação orçamentária trazendo o cancelamento de várias dotações, ao mesmo tempo que, através da programação financeira trimestral do Tesouro Nacional, se buscava garantir que as dotações remanescentes no orçamento não sofreriam contingenciamento. É importante observar que este compromisso do Executivo — cortes em troca do não contingenciamento das dotações restantes — produziu uma reação favorável do Congresso Nacional, que deliberou e aprovou o projeto de lei em tempo recorde. Isto é ainda mais significativo se notarmos que o orçamento de 1993 estava sofrendo cortes de vulto antes mesmo de entrar em vigor. Os cortes nas dotações orçamentárias atin-

gem a cifra de CR$ 227,6 trilhões, que correspondem a apenas 15,1% do total das despesas de capital e inversões financeiras, mas 41,7% do conjunto dessas despesas sujeitas a corte, ou seja, financiadas por fontes não vinculadas. O valor em dólares destes cancelamentos, combinado à não suplementação das rubricas remanescentes de despesas de capital e inversões financeiras, resulta em um corte de despesas de aproximadamente US$ 6 bilhões, ou cerca de 1,5% do PIB.

A reprogramação orçamentária ensejou um útil exercício de determinação de prioridades em condições de escassez. Os cortes não foram lineares mas balizados em grandes linhas por prioridades de governo. Em termos mais específicos, coube a cada ministério determinar como alocar suas verbas dentre os vários projetos sob sua responsabilidade. O aspecto crucial deste experimento, todavia, foi de unir Executivo e Legislativo em torno do realismo orçamentário: o trâmite exemplar do projeto de reprogramação orçamentária para 1993 deixou evidente o desgaste do processo de repressão fiscal e o anseio de ambas as partes em modificar a natureza do regime orçamentário brasileiro.

9.7 Para uma nova lei das finanças públicas

A Constituição de 1988 (Art. 163) determinou que as finanças públicas teriam suas diretrizes básicas fixadas em lei complementar, o que garantiu este *status*, pela via da recepção, à Lei nº 4.320, a norma em vigor sobre orçamento. Até que um projeto de lei complementar seja aprovado e sancionado, esta lei permanecerá em vigor com todos os problemas apontados acima. A reforma desta lei é essencial para que se modernize a gestão das contas públicas, para que se dê transparência à elaboração do orçamento e se estabeleça um novo regime fiscal no país.

A transição para um novo regime orçamentário será determinada a partir de um conjunto de novos procedimentos que uma nova Lei nº 4.320 deverá adotar:

(i) Visibilidade do desequilíbrio fiscal. Através da disposição das contas públicas de modo semelhante ao modelo adotado na Tabela 9.3, ou seja, separando-se com clareza o "acima da linha" e o "abaixo da linha", será possível identificar o déficit *ex-ante*, bem como o financiamento inflacionário, de modo a que o Executivo e o Congresso Nacional deliberem de forma transparente sobre as prioridades nacionais, mas ficando conhecidas da opinião pública as implicações inflacionárias dessas decisões. Para tanto será preciso dar transparência aos passos contábeis necessários para "traduzir" a linguagem orçamentária para conceitos já disseminados junto à opinião pública informada. Nessa linha, será preciso estabelecer um tratamento especial aos fluxos "abaixo da linha" que, de modo algum devem ser considerados "fontes de recursos" para financiamento do gasto corrente. Restrições deste tipo constituem o primeiro e fundamental passo para o ajuste fiscal, permitem que o desequilíbrio fiscal tenha visibilidade.

(ii) Limitações explícitas ao financiamento inflacionário. Será importante estabelecer mecanismos legais que limitem com meridiana clareza o financiamento inflacionário e o déficit. Diante da magnitude do desequilíbrio orçamentário para 1994, que parece ainda maior que o de 1993, será necessário induzir decisões de grande transcendência — referentes, por exemplo, à supressão de atividades e unidades de despesa, bem como de reformas na legislação tributária — que serão favorecidas pela feliz coincidência temporal entre o processo orçamentário e a Revisão Constitucional.

(iii) Realismo na estimativa de receita. Será preciso estabelecer mecanismos que impeçam erros deliberados na estimativa da receita favorecendo o Executivo ou o Legislativo, e que regulem as mudanças, caso inevitáveis, nos seus valores.

10. Ajuste fiscal: Alemanha anos 20, Brasil anos 90[233]

O meu amigo João Sayad, em artigo nesta *Folha* (24.10.1993), levantou inúmeras dúvidas sobre um assunto muito delicado e muito antigo: a relação entre o déficit público e a inflação. Este assunto pode facilmente ser remetido à órbita doutrinária, onde geralmente se perde em generalidades e dogmatismos. Sayad contornou habilmente este pantanoso terreno e levantou, entre outras, duas questões muito objetivas, sobre as quais gostaria de comentar: (i) a efetiva existência do déficit público, dado que os números observados nos últimos anos revelam valores pequenos; e (ii) a proposição de que o ajuste fiscal deve preceder a estabilização (ou, mais precisamente, a "ancoragem").

O que faz complexa a relação déficit-inflação são chamadas endogenias, ou seja, o fato de que há causalidade nas duas direções. Que o déficit causa inflação *ceteris paribus* ninguém duvida (salvo os suspeitos de sempre). Mas, como exatamente a inflação afeta o déficit? Em primeira instância, a inflação gera déficit através da correção monetária do serviço da dívida pública interna (esta sendo tanto maior quanto maior a inflação). Esta é uma história bem conhecida: aprendemos a diferenciar o déficit nominal do chamado "déficit operacional".

Mas há mais. Há uma outra endogenia ainda mais sutil: receitas e despesas, consideradas em termos reais, são afetadas pela inflação. Pelo lado da receita, ficou conhecida pelo nome de "efeito Tanzi" a relação negativa entre inflação e o valor real da receita tributária. O argumento é muito simples: em um sistema tributário imperfeitamente indexado e onde existe defasagem temporal entre o fato gerador e a coleta do imposto, quanto maior a inflação, menor será a receita tributária.

---

[233] *Publicado originalmente na* Folha de São Paulo *de 31.10.1993, sob o título "Uma vez mais o ajuste fiscal".*

O efeito Tanzi era extraordinariamente forte na Alemanha de 1922/23, como vimos no Capítulo 7. O país experimentava uma inflação parecida com a nossa e o seu sistema tributário cresceu e se desenvolveu em um mundo que jamais tinha testemunhado sequer inflações moderadas. Por isso, funcionava quase que exclusivamente na base de alíquotas *ad valorem*, ou seja, sem indexação absolutamente nenhuma. A despesa, por outro lado, funcionava de modo bastante frouxo: as autorizações para gastar baseavam-se no provimento do serviço ou aquisição das mercadorias, isto é, eram indexadas.

RELAÇÃO ENTRE O DÉFICIT E INFLAÇÃO

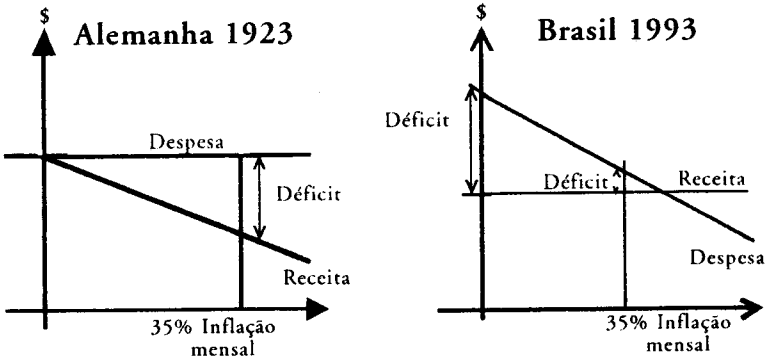


Gráfico 10.1

Dessa maneira, a influência da inflação sobre as contas da Alemanha podia ser descrita como no Gráfico 10.1, ou seja, receitas tanto menores quanto maior é a inflação e despesa constante. Nesse caso, para uma inflação de 35% mensais, como no gráfico, a despesa era bem maior que a receita, *comme il faut.*

O aspecto curioso do caso alemão, e sobre o qual se centrou a minha tese de doutorado, lisonjeiramente lembrada, é o de que a eliminação da inflação melhora dramaticamente as contas públicas. Esta observação contrariava frontalmente a idéia, aceita por muitos, de que reformas fiscais milagrosas foram implementadas simultaneamente à estabilização em 15.11.1923. Reformas fiscais de verdade foram feitas bem antes da estabilização, de tal sorte a que, no mo-

mento da chamada "ancoragem", o orçamento se equilibrou pelo simples efeito da estabilização. Reparem que, no gráfico, o déficit é zero com inflação zero, uma condição essencial para que o fim da inflação resulte no fim do déficit e que, como veremos adiante, nem sempre se verifica.

Sayad diz em seu artigo que hoje venho defendendo uma tese oposta a esta, quando se trata de Brasil. Com efeito, sou o primeiro a lamentar que a tese de que a estabilização, por si só, resolve o problema fiscal, não se aplique ao Brasil e a explicação é simples, quase acaciana. O Brasil é diferente da Alemanha, como espero demonstrar no que se segue.

Aqui, dada a nossa longa convivência com a inflação, o sistema tributário está sujeito à indexação diária. A indexação pode não ser perfeita, mas é boa o suficiente para nos permitir dizer que o efeito negativo da inflação sobre a receita está longe de ser decisivo, ou mesmo importante, para o ajuste fiscal. A despesa, por outro lado, sofre poderosamente o efeito da inflação. As autorizações para gastar são fixadas em moeda nominal, embutindo previsões de inflação invariavelmente subestimadas.

Com isso, à medida que vai se acelerando a inflação, vão derretendo as autorizações para gastar e com elas a despesa. Os ministérios recebem dotações, às vezes muito grandes, mas têm de esperar por muitos meses para comer o sorvete, já derretido em sua maior parte. O resultado dessas influências é que, ao contrário da Alemanha, a receita, no Brasil, é pouco sensível à inflação e a despesa bastante, como pode ser visto no gráfico. Segue-se que, ao contrário da Alemanha, o déficit no Brasil é pequeno ou inexistente quando a inflação é alta, mas enorme quando a inflação é nula.

O raciocínio acima se presta a responder às duas questões propostas no início deste artigo. Em primeiro lugar, sobre o aparente paradoxo da inexistência do déficit público, é fácil ver que a própria inflação é o mecanismo que permite a ocultação do déficit (pelo seu efeito sobre a despesa), além da sua função como provedora de "imposto inflacionário" para o governo. Exatamente por esses motivos se diz, como

na feliz expressão do professor Edmar Bacha, que o governo está duplamente casado com a inflação e que, no atual regime fiscal, não pode viver sem ela.[234] Sobre a proposição de que o ajuste fiscal deve preceder a estabilização, basta olhar o gráfico e imaginar que o governo perpetra algum "truque de ancoragem" e consegue reduzir a inflação a zero sem alterar o regime fiscal, ou seja, sem mexer nas curvas do gráfico.

Imediatamente aparece um enorme rombo nas contas públicas, pois a receita pouco se modifica e a despesa não sofre mais o "efeito sorvete". O governo desanda a emitir moeda ou títulos, a economia se superaquece e, diante de falta de credibilidade inevitavelmente associada a esta tentativa de embuste, a inflação se acelera rapidamente enfunada por apostas (justificadas) na insustentabilidade do mecanismo de ancoragem. Claramente, se não houver ajuste fiscal simultâneo à estabilização, ela fracassará de forma rápida e retumbante.

Não vejo, em conclusão, condições econômicas objetivas para qualquer truque antes de as condições estarem presentes para um completo e contundente esforço de ajuste fiscal. É preciso ficar claro também que esse misterioso ajuste fiscal de que tanto falam os economistas não é nenhuma maldade urdida contra o povo: trata-se de combater os efeitos de mecanismos tais como os que hoje estão sob o escrutínio da CPI do Orçamento. Esta, a propósito, poderá fazer o milagre que sucessivas gerações de economistas não conseguiram fazer: transmitir à opinião pública o que é, afinal, o ajuste fiscal.

---

[234] Para um enunciado cuidadoso e uma análise completa do fenômeno do "déficit potencial" e da necessidade de o governo utilizar a inflação a seu favor, veja-se E. Bacha (1994).

III. Tópicos especiais
e
experiências anteriores

11. Lições da experiência argentina: problemas estruturais e instabilidade[235]

11.1 O curto prazo e o longo prazo

É um lugar-comum insistir-se nas semelhanças e paralelos entre a história econômica recente de Brasil e Argentina. A cada grande inflexão da economia argentina a sensação é freqüentemente a de que se trata de algo parecido com o que já aconteceu ou vai acontecer conosco. Passado, presente e futuro às vezes se confundem de forma extraordinária para essas duas economias, como se o chamado "efeito Orloff" funcionasse nas duas direções e também ao revés (eu sou você ontem!). É claro que não se trata de coincidência: as semelhanças "estruturais" entre as duas economias são inúmeras (padrões de industrialização, relações com o exterior, organização do setor público, etc.) sendo, em função disso, difícil explicar os contrastes que se observam na Tabela 11.1 no nível de desempenho macroeconômico entre as duas economias.

Tabela 11.1
Brasil e Argentina, principais indicadores macroeconômicos(taxas de crescimento médias anuais)

	PIB	PIB per capita	PIB industrial	Inflação
Argentina				
1960-75	4,24	2,30	4,89	35,6
1975-90	0,07	-1,47	-0,74	288,1
Brasil				
1965-75	8,45	5,55	9,21	26,2
1975-90	3,52	1,33	2,73	188,4

Fonte: IFS, CEPAL, IBGE, FIPE.

[235] *O artigo condensa quatro artigos publicados pelo* Jornal do Brasil *entre 25.06.1989 e 02.07.1989, resultado da viagem do autor à Argentina com o patrocínio do mesmo jornal. Meus agradecimentos a Flávio Pinheiro, mentor da iniciativa.*

Via de regra os economistas e historiadores procuram identificar inevitabilidades (incompatibilidades e contradições fundamentais, problemas estruturais profundos, e também "teorias" montadas sobre o determinismo climático ou sobre os temperamentos nacionais) que expliquem o desempenho relativamente inferior (a estagnação) da Argentina. Mas nada disso parece convincente. Há muito pouco a sustentar a hipótese de que há algo estruturalmente errado com a Argentina. Na verdade, se alguma resposta pode ser encontrada para o enigma da estagnação argentina deve ser procurada na própria condução da política macroeconômica, ou mais precisamente na instabilidade macroeconômica a que esteve sujeita a economia especialmente após a volta de Perón em 1973. A partir daí observa-se uma longa sucessão de sérios equívocos no domínio das políticas macroeconômicas "de curto prazo" que fez se perder toda uma década, dando a impressão de que a Argentina enfrentava algum desequilíbrio mais profundo, ou de "longo prazo", assim se confundindo causas (instabilidade macroeconômica) com conseqüências (a estagnação e o "atraso" do parque industrial).

Ao longo dos anos 70 a Argentina tornou-se um verdadeiro laboratório de políticas macroeconômicas pouco convencionais. Durante o período peronista (1973-1975) a economia se vê submetida a algo incrivelmente semelhante ao nosso primeiro Plano Cruzado: um congelamento de preços, de início bem sucedido, que é mantido durante cerca de dois anos, isto é, muito além do que seria razoável, enquanto toda sorte de distorções se acumulava envolvendo sucessivos atrasos e realinhamentos de salários, tarifas públicas e taxa de câmbio. A história é muito conhecida e não é preciso repetir. Apenas os argentinos a tiveram 13 anos antes de nós, durante mais tempo, com mais distorções e com conseqüências muito mais sérias.

O golpe militar que se seguiu, no entanto, viria a instalar um governo de tal forma isolado da sociedade que seria possível praticar uma monstruosidade exatamente oposta: todo poder aos *Chicago Boys*. Daí até 1981 o desastrado

experimento com o que se chamou de "monetarismo global" resultaria ainda mais catastrófico do que o longo congelamento peronista. Implementou-se uma reforma financeira de conteúdo liberal, permitiu-se um atraso cambial de grandes proporções e patrocinou-se uma liberalização comercial que resultou, por um lado, em um duro golpe sobre a indústria, e por outro, num aumento da dívida externa de US$12,5 bilhões em 1978 para US$43,6 bilhões em 1982. De uma coisa podemos estar certos: os exageros ortodoxos na Argentina tumultuaram bem mais a economia do que quaisquer outras bobagens anteriores.

Dizer que a década de 1970 foi perdida pela Argentina (como hoje dizemos, com relação ao Brasil, sobre os anos 80) talvez seja puro otimismo. Talvez tenha se perdido aí também a década seguinte. Não há dúvida que a instabilidade e a inconsistência macroeconômica, conspícuas como foram na Argentina, afetaram de modo decisivo as perspectivas de crescimento "de longo prazo", ou seja, o "lado real", a "base produtiva" da economia. É curioso que aqui, mais ao Norte, tomemos perigosamente por suposto que a instabilidade macroeconômica oriunda das políticas macroeconômicas erráticas dos últimos anos não afetam a nossa viabilidade econômica de longo prazo. O exame da experiência Argentina nos fornece uma importantíssima advertência: não há determinismo ou inevitabilidade alguma em se crescer a 7% no longo prazo, pois a prolongar-se a instabilidade, o "longo prazo" (que no caso argentino parecia até mais brilhante que o nosso) pode não chegar nunca.

11.2 A hiperinflação e as dores da adolescência

Foi muito semelhante a evolução da inflação na Argentina e no Brasil ao longo do pós-guerra até meados da década de 1970, quando se observam taxas médias da ordem de 30% anuais. É claro que não há nada de acidental nesses números, pois em termos dos elementos que favorecem o processo inflacionário, Brasil e Argentina exibem várias cacacterísticas

comuns. Duas delas são de natureza financeira, ou monetário-fiscais, e dizem respeito basicamente à imaturidade das instituições monetárias a das práticas orçamentárias e mecanismos de controle da despesa pública. Por uma lado, Brasil e Argentina têm em comum uma organização institucional das autoridades monetárias que introduz um viés "acomodador" na gestão monetária. Os bancos centrais, daqui e de lá, não possuem nenhuma autonomia para opor-se às demandas do Tesouro, nem autoridade para fazer da política monetária um freio à marcha da inflação. É claro que isto por si só não basta para explicar a inflação, basicamente porque retirar o pé do freio não faz o carro andar. Contudo, tanto aqui como na Argentina, observa-se uma tendência crônica, embora variável ao longo do tempo, para se socializar perdas e conciliar demandas por favores e subsídios através do orçamento público. Na Argentina, tal como no Brasil, existem inúmeros itens de despesa pública isentos de qualquer escrutínio seja do Congresso seja do público em geral. Essas contas "abertas", em geral escondidas no próprio Banco Central, são administradas de modo discricionário, em geral com motivações eleitoreiras e clientelísticas, disso resultando esse monstro cuja verdadeira face nem os técnicos conseguem ver com clareza, o déficit público.

As inflações argentina e brasileira certamente se nutrem de outros elementos. Desequilíbrios externos certamente são cruciais como determinantes da inflação. A novidade é que hoje, depois de duas décadas de bom desempenho das exportações e substituição de importações, não se pode mais falar em gargalos estruturais em setores básicos. O problema externo hoje é unica e exclusivamente ligado à dívida externa, o que de modo algum significa que este é um problema unicamente financeiro desligado de uma redefinição de maior alcance das relações do país com o exterior. Trata-se de assumir um papel mais adulto e construtivo no cenário internacional. O Brasil se tornou uma potência industrial que, no entanto, prossegue recebendo um tratamento de "café com leite" em questões comerciais, por exemplo, praticando for-

mas extremas de protecionismo e ainda recebendo, em alguns casos, tratamentos preferenciais em suas exportações. É curioso pensar em indústrias nascentes em países onde as empresas estrangeiras são reponsáveis por mais de um terço da produção industrial. É também curioso que este gigante industrial de calças curtas se surpreenda quando, no âmbito das negociações de dívida (especialmente no tocante ao acesso aos esquemas de redução de dívida no Plano Brady), recebe um tratamento de adolescente rebelde.

Também importantes são os "conflitos distributivos" envolvendo aspirações ambiciosas, ou resistências à modificações de preços relativos e fatias distributivas, da parte de grupos sociais específicos. Esses conflitos são em grande medida reduzidos quando há crescimento acelerado e, por outro lado, são exacerbados por desequilíbrios externos, estagnação e políticas de renda viesadas. No caso brasileiro, a incapacidade de se empreender políticas econômicas baseadas em concertação, ou a possibilidade de se negociar conflitos, se deve à imaturidade institucional dos sistemas de representação dos interesses econômicos. Há muito o que amadurecer neste terreno, mas é claro que isto por si só não resolve pois na Argentina a organização dos interesses econômicos é mais explícita, e no entanto a propensão a conflitos é, talvez, ainda maior. No caso argentino, existem as instituições através das quais é possível se fazer concertação, o que não existe é entendimento político.

Em geral esses elementos compunham, com ênfases variadas, as explicações tradicionais para o fenômeno da inflação alta e crônica na Argentina e Brasil até meados dos anos 70. A partir daí um outro elemento viria a se adicionar a estes e contribuir para se explicar a notável aceleração da inflação observada a partir dos anos 70 na Argentina e no Brasil mais tarde, depois de 1986: a irregularidade, e mesmo imprevisibilidade, de ações diretas e de grande amplitude da parte do governo sobre as condições de oferta, vale dizer, dos preços relativos importantes da economia. São os grandes pacotes, com congelamento de preços, salarios e prefixações

do câmbio, desindexações, conversões pela média e *tablitas* trazendo gigantescas e arbitrárias alterações em preços relativos chave para a economia. Os estudiosos da inflação argentina com freqüência a descrevem como o resultado de "conflitos distributivos" caracterizados pelas flutuações desses preços relativos básicos, ora retardados por congelamentos e prefixações, ora avançados na tentativa de recompor ou prevenir novas perdas. Esses problemas, que eram vistos como crônicos pelos economistas argentinos, adquirem nova importância especialmente após a experiência de 1973-75. Não é à toa que a inflação argentina após 1973 suba extraordinariamente, como pode ser visto na Tabela 11.1, e os economistas argentinos com freqüência usem o termo "hiperinflação" para se referir a estes anos.

Para o caso brasileiro, parece bastante claro que o advento dessas intervenções, inaugurado com o Plano Cruzado, modifica drasticamente a dinâmica de fixação de preços na economia que subitamente passa a incorporar componentes estratégicos e expectacionais (margens defensivas, "gorduras") que terminam por elevar significativamente os níveis médios da inflação, além de adicionar grande instabilidade ao processo. A palavra "hiperinflação" começa a aparecer na imprensa mais ou menos por aí, e certamente vamos conviver com ela enquanto perdurar este padrão "argentino" (ou talvez peruano) de sucessivos congelamentos, atrasos, realinhamentos e antecipações.

É claro, no entanto, que não há aí uma inevitabilidade: não está escrito nas estrelas que teremos de prosseguir com este padrão nem experimentar a hiperinflação hoje instalada na Argentina, ou seja, taxas de 100% mensais. O risco certamente existe, pois quaisquer erros em uma conjutura tão delicada têm conseqüências desastrosas. Para livrar-se do problema é preciso, evidentemente, atacar cada um dos fundamentos acima aludidos, isto é, cada um dos aspectos dessa nossa longa adolescência. O medo de enfrentar esses problemas possivelmente nos levará a estender o período de instabilidade macroeconômica, sem necessariamente nos levar à

hiperinflação, mas com certeza prejudicando de forma irrecuperável o nosso "longo prazo".

11.3 Anatomia de um desastre

O mergulho na direção da hiperinflação na Argentina nos meses de abril e maio foi provocado por uma crise cambial, ou mais precisamente pelos efeitos sobre a inflação do colapso do regime cambial criado por ocasião da deflagração do Plano Primavera. Um quadro completo do modo como o desastre ocorreu compreende três elementos básicos: (1) como funcionava e com que propósito foi concebida a política cambial posta em vigor com o Plano Primavera; (2) a geração da crise cambial propriamente dita, ou seja, como o governo foi levado, devido à exaustão completa das reservas internacionais, a autorizar um mercado de câmbio inteiramente livre; e (3) o modo como o inevitável ajuste cambial que se definiu a partir da liberdade cambial foi transmitido para os preços e gerou a hiperinflação.

É conveniente começar pelo terceiro aspecto, ou seja, pelos canais que unem desvalorização cambial e inflação. Há pelo menos, três desses canais, o primeiro dos quais diz respeito ao impacto, através do custo dos insumos importados, de maxidesvalorizações, por exemplo, sobre os custos em moeda nacional desses insumos. No Brasil, em várias ocasiões pudemos observar a extensão desse impacto, que se observa quando a taxa de câmbio oficial se modifica, pois é com ela que se liquidam os contratos de importação. As variações no dólar-paralelo, no caso brasileiro não têm impacto algum sobre a inflação pelo menos através de custos diretos de produção. O mesmo vale para o caso argentino se, evidentemente, o câmbio para as importações é controlado e imune às ondas de nervosismo que às vezes devastam o paralelo.

O câmbio afeta a inflação através de dois outros canais mais caracteristicamente argentinos. Um deles advém da chamada "dolarização", isto é, da disseminação do uso da taxa de câmbio como indexador para os mais diversos preços de

bens e serviços (principalmente financeiros) não raro sem nenhum conteúdo importado. A extensão da dolarização na Argentina é maior que no Brasil, mas nem de perto parecida com o que se observou na Bolívia ou Israel. Existem muitos papéis dolarizados circulando no setor financeiro, mas há muitos outros atrelados aos mais diversos indexadores. O turismo e comércio de luxo estão dolarizados apenas em parte, já que o resto da economia encontra certa dificuladade em se dolarizar, basicamente porque é difícil dolarizar a política salarial. Assim, na medida em que os salários são indexados pelo IPC, como efetivamente é o caso na Argentina no momento presente, os preços que acompanham o dólar rapidamente se tornam inacessíveis a assalariados. Ainda que esses produtores revelem disposição para dolarizar, são unâmimes em confessar que isso representa um desastre para as suas vendas. Um traço interessante da experiência argentina é, portanto, que a economia não tenha conseguido dolarizar-se muito fora do setor financeiro e do comércio para turistas apesar da inflação ter se aproximado dos 100% mensais.

O terceiro elo de ligação entre o câmbio e a inflação é tipicamente argentino e de grande importância para o caso presente. Uma parte muito importante do custo de vida se compõe de produtos (carne e grãos) que a Argentina exporta de acordo com decisões dos produtores em função da relação entre preços domésticos e no mercado internacional. Não existem, como no Brasil, cotas para o mercado interno. O governo freqüentemente usa dinheiro público para comprar estoques para resolver, quando necessário, problemas de abastecimento interno, assim fazendo recair sobre o conjunto da sociedade (os contribuintes) os custos das decisões dos agricultores argentinos em exportar muito, por exemplo, quando o câmbio está alto. Claramente, portanto, ao desvalorizar o câmbio o governo provoca um aumento das exportações de carne e grãos, o que eleva diretamente o preço doméstico da carne e dos grãos no mercado doméstico e ainda por cima sobrecarrega o déficit público.

Esses três canais de ligação entre câmbio e inflação fazem com que os efeitos sobre a inflação de "atrasos" cambiais

sejam muito fortes, trazendo assim uma contribuição inestimável para planos de estabilização. A tentação de deixar o câmbio atrasar é muito forte, mas a situação externa nem sempre o permite, como seria dramaticamente comprovado recentemente. Ao mesmo tempo, como esses canais atingem diferentes componentes da inflação, uma outra alternativa para se usar o câmbio como instrumento de estabilização era através do uso de taxas múltiplas de câmbio, isto é, usando taxas mais baixas para importações e exportações cujos preços afetam mais diretamente o custo de vida. O Plano Primavera, como será vista adiante, procurou fazer ambas as coisas: taxas múltiplas e atraso cambial.

Em fins de 1987, contudo, as preocupações das autoridades argentinas não eram com o câmbio nem com a situação externa mas com o descontrole das contas públicas. A essa altura as autoridades percebiam três grandes sangrias no orçamento: as províncias, a previdência e as estatais. Nenhuma das três jamais se viu submetida a qualquer espécie de orçamento ou restrição de gastos ratificada pela União. O equacionamento da situação exigiu: (i) um novo imposto sobre os combustíveis da ordem de 30% com receitas diretamente vinculadas à previdência; (ii) um difícil mas razoável acordo financeiro com as províncias (a maior parte delas com governedores peronistas recém-eleitos); e (iii) a transferência dos encargos com juros externos das estatais para a União e uma elevação das tarifas públicas em cerca de 30% reais para equilibrar os orçamentos operacionais.

A última parte do arranjo se revelou mais problemática, basicamente porque temia-se o efeito do reajuste de tarifas públicas sobre a inflação. Resolveu-se então escalonar os reajustes, promovendo aumentos mensais incorporando sempre a inflação passada mais 2%, mas isso parece ter tido pouco efeito para deter a aceleração da inflação, que pula de 3,4%, em dezembro de 1987, para 25,6% em julho de 1988. Em paralelo, em função de dívidas impagáveis das províncias e de estatais junto ao Banco Central, a base monetária começou a exibir claros sinais de descontrole, gerando expectativas de

um novo congelamento e com elas aumentos "preventivos" de margens de lucro e uma perspectiva de explosão inflacionária. Um novo plano de estabilização se fazia inadiável.

Para se conceber um novo plano, a equipe econômica se via novamente diante de um problema fiscal. Como as tarifas haviam se atrasado um pouco havia, na percepção das autoridades, um "rombo" de cerca de uns 2% do PIB a ser coberto, sem o que o novo plano não teria condições mínimas de decolar. A alternativa tradicional para impostos "extraordinários" na Argentina é taxar as exportações agropecuárias (as famosas "retenções"), mas desta vez havia um compromisso explícito do presidente Alfonsín em não fazê-lo. A solução que se encontrou foi tão engenhosa como arriscada: o câmbio duplo. Tratava-se de estabelecer uma taxa de câmbio administrada, a "comercial", com a qual se fariam as exportações agropecuárias, e outra aproximadamente 25% mais alta, a "financeira", que governaria fluxos financeiros, exportações de manufaturados e importações. Esta taxa "financeira" seria mais ou menos livre: o Banco Central receberia demandas e faria licitações, tal como se faz no Brasil, por exemplo, para a colocação de títulos públicos. Era o que normalmente se chama de *dirty floating*. O propósito do arranjo era gerar ganhos para o governo nas diferenças de câmbio, ganhos estes estimados em exatamente os 2% do PIB necessários para fechar as contas públicas e tocar o plano de estabilização.

É claro que, em função das ligações entre câmbio e inflação, o novo regime cambial seria importante para o sucesso inicial do Plano Primavera. A existência da taxa "comercial" permitiria que não houvesse pressões inflacionárias advindas dos preços da carne e grãos, mas o fato de as importações serem feitas no câmbio financeiro funcionavam em sentido exatamente oposto. Na verdade, esta era a grande fraqueza do Plano Primavera, pois se a taxa financeira "descolasse", o efeito inflacionário via importações seria significativo. Entretanto, era necessário manter o esquema pois era exatamente daí que se esperava resolver o problema fiscal.

O Plano Primavera tem início em meados de agosto de 1988, trazendo junto com a nova política cambial o terceiro congelamento de preços (este mais temperado com acordos de preços com empresários) após o Plano Austral em 1985, e também uma política monetária bastante rígida. O sucesso inicial foi significativo, tal como pode ser visto na Tabela 11.2.

Tabela 11.2
Taxas de câmbio
(austrais por dólar)

Período	Comercial ("oficial")	Financeiro ("negro")	Ágio (%)
1988			
julho	10,8	12,6	17,5
agosto	12,0	14,4	20,0
setembro	12,0	15,0	24,7
outubro	12,4	15,1	22,0
novembro	12,8	15,6	21,4
dezembro	13,4	16,4	22,7
1989			
janeiro	13,9	17,7	27,2
fevereiro	14,8	28,2	90,8
março	15,8	47,9	202,8
abril	36,0	79,0	119,4
maio	177,0	290,0	63,8
junho	221,0	425,0	90,6

Fonte: BCRA

Para a surpresa das autoridades, o novo regime cambial contou com grande credibilidade, e com isso as altas taxas de juros provocaram vultosas entradas de capital. Sistematicamente se observou, durante os primeiros meses do plano, demandas líquidas por dólares bem abaixo dos volumes ofertados pelo Banco Central em suas licitações no "financeiro". As reservas não sofreram qualquer ameaça, e além disso, a folgada situação do câmbio "financeiro", que começou a depreciar-se abaixo da inflação, fez com que o câmbio "comercial" também se apreciasse em termos reais, ou seja, co-

meçava a desenvolver-se um atraso cambial. Este por sua vez contribuiu significativamente para manter baixa a inflação, mas representava, por certo, uma significativa deterioração das contas comerciais do país. Tratava-se de uma situação que certamente não perduraria, pois as entradas de capital haveriam de arrefecer e mais: a expectativa era a de que, com a aproximação das eleições, o movimento se revertesse e talvez de forma dramática, se o peronismo tivesse boas perspectivas eleitorais.

A percepção de que havia atraso cambial cresceu muito nos últimos meses do ano de 1988, gerando certa pressão sobre as reservas e demandas, principalmente de exportadores, por uma desvalorização, ou mais precisamente para que parte das exportações agropecuárias se liquidasse pelo câmbio "financeiro". Ao mesmo tempo, à medida que as pesquisas foram atestando que o candidato peronista estava na liderança das preferências, cresceu a sensação de que poderia haver uma grande fuga especulativa na direção do dólar. Havia incertezas quanto à continuidade das políticas do governo no tocante à dívida pública interna e aos depósitos (em dólar principalmente) no sistema financeiro. A equipe econômica estava consciente disso e tinha para si que a qualquer sinal de algo deste tipo tratava-se simplesmente de fechar o "financeiro" e instituir taxas administradas para todas as transações. Alguns indícios de ataques especulativos contra as reservas se observaram em novembro, mas o Banco Central achou prematuro estabelecer os controles. A essa altura as reservas somavam algo em torno de US$ 1,5 bilhão, talvez menos, considerando disponibilidades líquidas, e a impressão era a de que havia uma certa capacidade, ainda que limitada, para agüentar "corridas".

Em janeiro de 1989 cresce a percepção de que o atraso cambial foi longe demais, mas ao mesmo tempo, as autoridades econômicas entendem que as eleições já estão muito próximas (marcadas para 14 de maio), e que com o volume disponível de reservas seria possível manter o regime cambial intacto e a inflação baixa. O candidato Ángeloz a essa altura

se vangloriava abertamente da vitória do partido radical sobre a inflação, o que tornava a hipótese de empurrar com a barriga queimando reservas até maio ainda mais atraente. Em fins de janeiro, quando essas dúvidas estavam bem vivas na mente das autoridades, sobrevem a esperada corrida. Demandas da ordem de US$ 200 ou US$ 300 milhões de dólares por dia se sucedem até que em poucos dias a situação das reservas se torna crítica. No dia 6 de fevereiro o governo decide não intervir mais no "financeiro", mas mantém o "comercial" ajustado pela inflação passada. Alarmados com o problema, os exportadores relutam em liquidar seus contratos e os importadores antecipam suas compras prevendo uma desvalorização. O governo responde permitindo que uma certa proporção das exportações agropecuárias seja liquidada no "financeiro", mas temendo o impacto inflacionário via preço das importações do "descolamento" do dólar financeiro, a essa altura duas vezes mais caro que o "comercial", como pode ser visto na Tabela 11.2, cria uma terceira taxa de câmbio, a "especial", para vigorar para os contratos de importação. Todavia, as medidas têm pouco efeito. Sem reservas e com crescentes demandas no "financeiro", o Banco Central se vê prisioneiro dos exportadores que continuam relutando em fechar seus contratos às taxas vigentes.

No começo de abril, após a saída do ministro Sourrouille, o governo admite que 50% das exportações se liquidem no financeiro, mas traz 50% das importações para o "comercial" temendo o impacto inflacionário da evolução do câmbio financeiro. Ao mesmo tempo cria novos papéis indexados pelas diversas taxas de câmbio com o propósito de oferecer alternativas à fuga para o dólar. Mas o dano já estava feito. Este regime perdura até meados de abril, sendo este exatamente o período quando a inflação começa a se acelerar de forma violenta, tal como pode ser visto na Tabela 11.3.

Em 18 de abril o governo permite novamente que 100% das importações se liquidem pelo mercado livre e para as exportações cobra a diferença entre a taxa comercial e a livre diretamente como imposto. Em 2 de maio o mercado de câm-

Tabela 11.3
Argentina, inflação mensal e semanal (%)

Período	semanas 1ª	2ª	3ª	4ª	Para o mês
1988					
julho	7,8	4,3	6,3	4,6	25,0
agosto	17,4	4,1	3,6	2,1	29,3
setembro	2,4	2,9	1,4	3,6	10,7
outubro	2,2	1,7	1,7	1,5	7,3
novembro	1,6	2,1	1,2	1,6	6,7
dezembro	2,5	1,7	2,5	1,0	7,9
1989					
janeiro	3,4	1,0	1,3	1,4	7,3
fevereiro	4,4	3,1	1,3	2,0	11,2
março	4,2	2,9	4,6	6,9	19,9
abril	5,5	12,6	7,2	11,1	41,5
maio	19,5	8,1	32,2	18,6	102,5
junho	15,2	20,5	n,d	n,d	n,d

Fonte: IPES, *El Cronista Comercial.*

bio é unificado e liberado por completo, o que, no entanto, teria lugar em uma atmosfera de verdadeiro pânico, em meio ao clímax da campanha presidencial. A desvalorização cambial alcança números inusitados: o câmbio comercial passa de 15.8 austrais por dólar em média para março para 177,0 austrais no começo de maio, uma desvalorização superior a 1.000%. Em 22 de maio seria declarado um feriado cambial que duraria até o fim do mês, quando finalmente se estabelece um regime de uma única taxa de câmbio oficial, sobre a qual o mercado paralelo tem mantido um ágio nunca menor que 80%.

Quanto à inflação propriamente dita, tal como pode ser visto na Tabela 11.3, o mês de abril marca o início da aceleração inflacionária, quando arrastados pelo câmbio os preços por atacado de produtos importados cresceria 114.1%, trazendo a inflação medida pelo IPA de abril para 58%. Em seguida, com a liberação e conseqüente derrocada completa do câmbio, a inflação supera os 100% mensais em maio.

Neste momento, a situação de reservas não permite qualquer ação do governo sobre o mercado cambial que não seja o uso de controles administrativos. O mercado se vê governado por rumores e especulações relativas à posse do novo governo e o pacote de medidas que deverão ser implementadas a partir da segunda semana de julho. Paralelamente, a julgar pela inflação observada nas duas primeiras semanas de junho, projeta-se para o mês, caso essas taxas se repitam, um valor de 95%. Sabe-se, no entanto, que as tarifas públicas foram significativamente atrasadas, e que um ajuste parcial ainda sob o governo Alfonsín pode ocorrer, o que elevaria a inflação de junho para algo em torno de 120% ou 130%.

11.4 O "Day After" e as perspectivas da inflação argentina

O que espera um viajante ao desembarcar subitamente em um país experimentando taxas de inflação de ordem de 100% ao mês? Saques, banditismo, mendigos em profusão? Greves, passeatas, e confusões? Ou talvez a escassez generalizada de produtos e colapso de serviços públicos (luz, telefone)? Um passeio pelo centro de Buenos Aires rapidamente desfaz esta impressão. O turista brasileiro experiente perceberia, talvez, os bons restaurantes mais vazios e as compras muito baratas, um sintoma claro de que o Austral desvalorizou além da paridade "normal". Mesmo um turista economista, conhecedor dos indícios de hiperinflação, encontra dificuldades em perceber qud algo especial está acontecendo. Mas é claro que o centro de Buenos Aires não é exatamente o local mais afetado pela crise. Pelo contrário, a atividade turística e o comércio de luxo são dos ramos que melhor se defendem da inflação basicamente através da dolarização. Uma excursão "antropológica" aos subúrbios distantes, visitando biroscas e supermercados, já revela elementos mais concretos da crise: a ameaça dos saques pode ser percebida como uma espécie de espada de Dâmocles. Ainda assim, a impressão que se tem de uma hiperinflação ao vivo e a cores, algo

que a história da humanidade testemunhou apenas uma dúzia de vezes, é a de que a situação econômica é séria mas que prevalece uma surpreendente normalidade. A lição importante a reter é a de que a inflação corrói o tecido social através de mecanismos mais sutis e complexos, e possivelmente menos imediatos, do que se pode perceber na superfície.

Mas por que essa normalidade?

O país tem uma velha e elaborada cultura inflacionária, pois sua experiência com inflação muito alta começa bem antes da nossa em 1976 quando a inflação já ultrapassava 300% ao ano, sendo que durante os anos mais recentes a Argentina por diversas vezes experimenta taxas de 20% ou 30% ao mês. É importante observar que do ponto de vista da "tecnologia" para se conduzir a atividade econômica, não há nenhuma diferença qualitativa entre 30% e 80% mensais. São os mesmos procedimentos — fuga dos ativos monetários, indexação para salários e rendas financeiras, etc. — apenas executados de forma mais ágil. Trata-se, por exemplo, de passar do reajuste semestral para o trimestral, depois para o mensal e mesmo o semanal, como agora proposto pelo novo ministro do trabalho argentino. Assim sendo, não há tanto problema em se atingir 80% ao mês, principalmente se a trajetória for lenta. No caso argentino não foi, e por isso mesmo houve problemas.

Na Argentina prevalecia a regra de reajuste salarial mensal pela inflação do mês anterior, o que, como qualquer regime de indexação salarial defasada, protege muito bem o salário real quando a inflação não acelera. Quando se observam "pulos" na inflação, como em abril e maio, criam-se grandes defasagens salariais: em princípios de abril reajustes salariais foram da ordem de 17%, mas a inflação para abril, o mês dentro do qual seria gasto o salário, foi de 33,4% (pelo IPC, 41,5% pelo IPES). Em príncipios de maio os 33,4% seriam dados como reajuste mas a inflação do mês seria de 78%. A queda do salário real seria da ordem de uns 40% ou 50%, dependendo dos índices usados. Todo o problema é que, ainda que no princípio de junho fossem dados os 78% e

mais alguma coisa para recompor a média, durante a segunda metade de maio a perda salarial seria de tal ordem que o salário simplesmente não cobria o mês inteiro. Aqueles que tinham poupanças acumuladas podiam sobreviver até o próximo reajuste. Quem não as tinha agiu de forma pragmática: foi às ruas saquear supermercados. O governo reagiu patrocinando distribuições gratuitas de alimentos e antecipando o 13º salário (que na Argentina é normalmente pago em duas parcelas — julho e dezembro). Com os reajustes salariais no começo de junho, a situação se acalmou, mas a se confirmar a previsão de inflação para junho — 95% — novamente haverá uma defasagem salarial grande e a possibilidade de novos problemas no fim do mês.

Ao mesmo tempo os economistas argentinos se mostram alarmados com as informações provenientes de indicadores antecedentes mostrando reduções drásticas em níveis de produção em determinados ramos de atividade (indústria automobilística, por exemplo). É claro que isso pode ser apenas uma reação passageira em um momento de grande incerteza, e que pode não se refletir em elevações duradouras e significativas nos níveis de desemprego. As perspectivas seriam, evidentemente, as piores possíveis caso o atual governo, totalmente destroçado e descaracterizado, fosse permanecer até dezembro, tal como previsto pela Constituição argentina. O início dos entendimentos para a antecipação da posse de Menen teve excelente repercussão, embora houvesse um impasse principalmente em função dos necessários reajustes nas tarifas públicas (teme-se a repetição dos incidentes de Caracas) e no tocante ao indulto aos militares. Em um lance inesperado, contudo, Alfonsín unilateralmente anuncia que renunciará dia 30 de junho, uma decisão de grande transcendência, que sedimentou uma melhoria sensível nas expectativas do público.

De outro lado, a postura de Menen tem sido decisiva para desarmar as expectativas alarmistas, não tanto pela imagem de serenidade e otimismo que procura projetar (suas aparições em programas de televisão cafonas e menções à épo-

ca da Revolução Francesa com os "tempos da independência da França" não contribuem propriamente para consolidar a imagem de um estadista que deve estar em pleno controle de uma situação econômica sumamente delicada), mas principalmente em função do anúncio de seu ministério. De fato, a composição do ministério foi recebida com grande surpresa. Desde a vitória de Menen sobre o governandor da província de Buenos Aires, Antonio Cafiero, na convenção do partido justicialista esperava-se que a renovação do peronismo tivesse uma orientação flagrantemente populista e fosse conduzida a partir de uma base sindical. Em absoluto contraste com essas previsões, Menen compôs um ministério onde se destacam membros do *establishment* econômico, alguns poucos peronistas de perfil mais conservador e até políticos ligados ao antigo regime militar. O ministro da economia Miguel Roig, sócio e executivo do grupo Bunge y Borg — uma multinacional de origem argentina de grande peso na comércio institucional de grãos — jamais teve qualquer ligação com o peronismo, até pelo contrário. O Ministério de Obras Públicas, o segundo em importância, coube a Roberto Dromi, um político reconhecidamente de direita e muito próximo dos círculos militares. Mais eloqüente nesse sentido é a presença de Roberto Araoz na Secretaria de Energia, uma escolha pessoal de Menen. Araoz foi citado em inquéritos sobre desaparecidos como um *reducidor*, isto é, um daqueles envolvidos na receptação e revenda de bens tomados de desaparecidos. O próprio ministro do trabalho — Jorge Triaga — de origem sindical é considerado um conservador. Alvaro Alsogaray, o candidato liberal que concorreu com Menen, foi convidado para o Banco Central e em seguida para a embaixada em Washington. Embora tenha recusado, os convites tiveram grande repercussão assim como a disposição, anunciada por Alsogaray, de colaborar com o novo governo. O convite para a embaixada, bem como a indicação do economista Domingo Cavallo — um liberal simpático ao peronismo — para a pasta das relações exteriores apontam para a importância que deve assumir no novo governo os temas na área

de diplomacia econômica, provavelmente relativos à dívida externa. Essa impressão apenas se reforça se notamos que a Argentina possui diversos outros problemas na área de relações exteriores (Malvinas, movimento dos não alinhados, conflitos fronteiriços com o Chile) sobre os quais o novo chanceler tem pouca familiaridade. A equipe econômica terá, portanto, os já mencionados Roig e Cavallo, e na posição de vice-ministro (secretaria de coordenação econômica) o economista Guido di Tella, professor em Oxford e membro do Instituto Torquato di Tella. O Banco Central deverá ser presidido por Juan Llach, também um economista de projeção.

O público reagiu de forma muito favorável à composição do ministério e também ao anúncio de que, com a posse do novo governo, um grande pacote de estabilização seria implementado. As principais linhas mestras desse pacote podem ser depreendidas das declarações do novo presidente: um congelamento de preços e um *salariazzo* (um reajuste geral de uns 100%, talvez 150%), um reajuste nas tarifas públicas (atrasadas em uns 250% segundo "fontes oficiais") e a promessa de austeridade fiscal. Há muitas dúvidas sobre o tamanho e o *timing* desses reajustes. Fala-se também na introdução de uma moeda indexada inspirada no modelo do professor Francisco Lopes (se chamaria o "federal"). Além disso, há uma enorme quantidade de rumores fantasiosos tais como o que tem sido chamado de "Plano BB" (Bunge y Borg) que teria a acessoria do economista norte-americano Lawrence Klein. Provavelmente uma deturpação da revelação de que Bunge y Borg mantém um contrato de consultoria com a Wharton, uma empresa ligada à Universidade de Pensilvânia onde ensina o professor Klein, especializado em modelos macroeconométricos de projeção para a economia mundial. No capítulo gurus estrangeiros, todavia, talvez mais significativo do que associações com Klein, seja a visita a Buenos Aires, marcada para o fim do mês, do economista de Harvard, Jeffrey Sachs que participou como acessor no plano de estabilização boliviano de 1984. Sachs e Cavallo, ministro das Relações Exteriores, foram colegas em Harvard.

No seu conjunto, a composição da nova equipe tem como seu maior mérito o fato de não ter sido composta por nomes associados ao peronismo, cujas idéias econômicas pouco convencionais poderiam adicionar mais instabilidade a uma situação já delicada. Resta saber se este aparente paradoxo — o populismo bem comportado — resultará em políticas econômicas responsáveis ou em uma postura circunstancial, uma cortina de fumaça, que o tempo rapidamente dissipará.

12. Os preços relativos e o nível geral de preços[236]

O comportamento dos diversos índices de preços para o período posterior a julho de 1994 revelou padrões que não devem surpreender. Afora os efeitos de acidentes como secas e geadas, cuja influência é essencialmente não-sistemática, destacam-se de forma clara, na tabela, os aumentos dos preços relativos dos serviços e dos produtos ali designados como "diferenciáveis". Conforme ilustrado na Tabela 12.1, o mesmo fenômeno parece estar presente em todos os nossos planos anteriores e também no Plano Cavallo. Seria uma coincidência ou um fenômeno intrínseco à estabilização? Do que se trata?

O que parece estar em jogo é uma acomodação de preços relativos típica de episódios de desinflação e que não necessariamente tem que ver com o nível geral de preços. É este, precisamente, que preocupa os gestores da estabilização, pois a inflação, como se sabe, é o aumento generalizado, e não localizado, de preços. Assim sendo, é preciso compreender a natureza dessa acomodação de preços relativos, de modo a aferir sua extensão e a necessidade de medidas corretivas.

Faz parte da experiência cotidiana de cada um de nós, no mundo da alta inflação, a observação de preços diferentes, às vezes absurdamente diferentes, para a mesma mercadoria (ou similar). Diante desta dispersão de preços, os consumidores, individualmente e como grupo, se vêem cada vez mais fortemente estimulados a procurar diferentes fornecedores toda vez que precisam comprar algum item de peso significativo em seu orçamento.

Destroem-se, assim, as relações de clientela e o apego às marcas, em função do incentivo proporcionado pela possibilidade de, em mais uma "busca" pelo mercado, se encontrar um fornecedor com preços defasados. Os preços (reais)

---

[236] *Publicado na* Folha de São Paulo *em 27.11.1994.*

efetivamente praticados nesses mercados tendem a cair, pois os consumidores se tornam muito ariscos (ou seja, com demanda mais elástica), forçando os vendedores a praticar margens menores para girar seu estoque a um ritmo minimamente tolerável em um contexto de inflação alta. Deteriora-se, em suma, a qualidade da informação contida nos preços: não se sabe mais o valor exato de coisa alguma.

Como a redução súbita e drástica da inflação, estes processos se revertem de forma bem clara. Reduzida a dispersão de preços relativos pela queda no nível de inflação, diminui o incentivo a gastar tempo e dinheiro na busca de novos fornecedores lentos em remarcar preços. Diante da pouca chance de se achar um preço significativamente menor do que o praticado pelo fornecedor mais conhecido, não vale mais a pena procurar.

As relações de clientela se solidificam novamente, o apego às marcas e aos fornecedores se recompõe e, com isto, o consumidor aceita pagar preços mais elevados para o fornecedor conhecido, pois economiza os custos (e os neurônios) de procurar freneticamente o menor preço. Pode resistir, é claro, e procurar alternativas, mas o fará no limite de seu tempo disponível e do montante esperado de economias a realizar, que agora são menores do que antes.

Do lado do vendedor, o que se observa é um aumento do número de clientes conhecidos *vis-à-vis* os arredios marinheiros de primeira viagem. O maior apego à marca ou ao fornecedor do serviço significa, em verdade, uma demanda menos elástica e, com isto, maiores margens para o vendedor.

Conclui-se, portanto, que o nível de inflação altera preços relativos, principalmente em se tratando de produtos sujeitos à diferenciação e cujos mercados estão sujeitos a relações de clientela e de "informação imperfeita". Este é exatamente o caso de preços, como os de artigos de vestuário, de carros usados, de restaurantes — ou seja, os itens agrupados sob a rubrica "diferenciáveis" na tabela e de serviços pessoais, tais como cabeleireiros, reparos domésticos, tratamentos dentários e psicanalíticos etc.

Note-se que é esta a razão pela qual os índices de preços ao consumidor correm na frente dos índices por atacado (favor reparar nos preços industriais), como observado na tabela, nos vários episódios. A julgar pela evidência, os fins de inflações altas trazem acomodações de preços relativos decorrentes do fenômeno acima descrito, que provocam "inflações residuais" de magnitude significativa. Nosso caso não é exceção, e as lições a reter são simples.

A primeira é separar o joio do trigo e fazer uma leitura cautelosa dos índices: os índices limpos de variações de preços relativos informam para onde estamos caminhando.

A segunda, e mais importante, é a de que mudanças em preços relativos apenas se tornam inflação quando transmitidas ao conjunto dos preços através da praga da indexação.

As mudanças de preços relativos têm de ser absorvidas e não repassadas. Para que isto aconteça, o caminho é a destruição completa da máquina da indexação — a jurídica e também a que funciona dentro da cabeça do brasileiro. Além disso, é preciso sonegar qualquer oxigênio monetário a esta "inflação residual". Desta forma, o mercado decide sobre os preços relativos e o Banco Central sobre o nível absoluto de preços.

Tabela 12.1
Inflação nos primeiros quatro meses de vários planos de estabilização (em % acumulada)

Itens**	Pesos* IPC-r	Cruzado mar-jun/86	Bresser jul-out/87	Verão fev-mai/89	Collor abr-jul/90	Collor-2 mar-jun/91	Cavallo abr-jul/91	Real jul-out/94
IPC/IPC-R		**3,37**	**26,46**	**29,67**	**54,71**	**38,80**	**14,76**	**15,67**
Alimentos	31,37	-2,36	19,43	15,08	32,44	25,15	21,18	15,61
Industriais	10,28	-2,20	18,95	16,69	28,97	10,72	4,79	3,49
Tarifas	12,38	-2,64	22,27	12,65	42,07	22,67	7,67	10,82
Sazonais	3,42	-5,06	24,21	80,73	110,78	53,52	26,66	56,32
Serviços	9,96	12,61	50,03	49,93	139,60	91,61	21,71	37,82
Diferenciáveis	21,04	14,12	28,02	51,83	78,55	43,87	13,92	19,37
IPA	**100,00**	**-1,73**	**35,98**	**33,27**	**44,27**	**34,45**	**4,63**	**7,93*** **
Agrícola	30,36	1,27	57,82	72,03	136,72	62,81	32,91	26,41***
Industrial	69,64	-2,80	30,52	20,87	24,80	23,45	1,59	0,05***

* Ponderação do IPC-r em agosto de 1994. ** O grupo alimentar inclui: arroz, macarrão, açúcar refinado, carnes, ovos, leite em pó, café moído, pão, derivados de soja, entre outros; o grupo industrial inclui: material de limpeza e de higiene, refrigerantes, cervejas, cigarros, remédios e automóveis novos; as tarifas incluem: imposto predial, água, esgoto, serviços públicos, combustíveis, transportes públicos, mensalidades e cursos; o grupo sazonais inclui: hortaliças, tubérculos, verduras, raízes, frutas, legumes e pescados; o grupo serviços inclui: aluguel, condomínio, reparos em automóveis, atendimentos, serviços pessoais e clubes; o grupo diferenciáveis inclui: automóveis usados, roupas, calçados, produtos têxteis, alimentos fora do domicílio e eletrodomésticos. Devidas adaptações foram em função de mudanças na composição dos índices no período. *** Considera o período de agosto a outubro, tendo em vista que a FGV não realizou levantamentos desses indicadores em Real, em julho.
Fontes: IBGE, FGV, Indec e L. R. A. Cunha (1990).

13. Inflação, clientelas e preços relativos (com Carlos Parcias Jr.)

13.1 Introdução

Durante os últimos anos a concepção dominante acerca do processo de formação de preços tomava como paradigma a atividade manufatureira e se apoiava na noção de *mark-ups* mais ou menos estáveis sobre os custos, e afetados de forma não muito significativa pelo estado da demanda. Esta descrição estilizada de um processo reconhecidamente mais complexo, serviu bem, ao longo dos anos 70, ao esforço de estimação de curvas de Phillips para o Brasil e à formulação de modelos de inflação enfatizando o seu caráter auto-regressivo, ou inercial. Nos anos 80, todavia, a inflação alcançaria patamares inusitados, o país testemunharia vários "choques heterodoxos" e, com isso, as atenções se voltariam para diversos elementos até então ignorados na análise do processo de formação de preços e determinantes da inflação, notadamente comportamentos estratégicos e especulativos, bem como dificuldades informacionais, problemas de desalinhamento de preços relativos, conflitos ditributivos e comportamentos "defensivos" de natureza desestabilizadora.[237] Em particular, a crescente incorporação das expectativas nos processos de formação de preços, seja diretamente através da consideração explícita da incerteza, seja indiretamente através de indexadores *forward looking*,[238] tornou evidente que a noção de *mark-ups* fixos prejudicava um entendimento adequado da dinâmica da inflação.

---

[237] *Publicado orginalmente na* Revista de Economia Política *11 (43) julho-setembro de 1991.*

[238] Sobre novas questões suscitadas pela experiência inflacionária brasileira nos anos 80 veja-se M. H. Simonsen (1989), G. H. B. Franco (1991) e A. E. Ortega (1989).

[239] Tal como, por exemplo, em J. Frenkel (1979).

Este trabalho procura aprofundar a discussão sobre formação de preços em economias inflacionárias explorando especificamente os problemas causados pela inflação em mercados sujeitos a informação imperfeita e, por isso mesmo, afeitos às relações de clientela, assim estendendo a análise feita em Parcias (1989), mas atentando para os efeitos da inflação, e conseqüentemente da estabilização, sobre os preços relativos. Com efeito, o comportamento dos preços relativos no Brasil durante a vigência dos planos de estabilização dos anos recentes revela peculiaridades, como vimos no capítulo anterior, que não são específicas da experiência brasileira.

O elemento básico dos modelos que se constrói a seguir com o propósito de explicar este fenômeno é a idéia de que a inflação deteriora a qualidade da informação traduzida pelos preços, o que afeta por vezes de forma devastadora o funcionamento de mercados onde há informação imperfeita. Atributos como diferenciação de produto ou dispersão geográfica dos fornecedores caracterizam esse tipo de mercado, e é nestes que florescem as relações de clientela. Essas relações envolvem elementos de um monopólio bilateral e um processo de formação de preço bastante complexo e que é afetado de forma importante pela inflação. Este é, com efeito, o principal assunto deste trabalho. No que se segue examina-se a conexão entre inflação, relações de clientela e preços relativos considerando efeitos pelo lado da demanda e pelo lado dos produtores. Do lado do consumidor o modelo segue um caminho semelhante ao percorrido pelo trabalho clássico de Stigler (1961) ao considerar a importância da atividade de busca em mercados com informação imperfeita. Procura-se aqui estender a análise de Stigler atentando para o fato de que a inflação, ao prejudicar o conteúdo informativo nos preços, afeta a atividade de busca, as relações de clientela e, como veremos adiante, os preços relativos.

Do lado do produtor, duas abordagens são exploradas: de um lado procura-se tomar a relação de clientela, ou seja o apego ao produto/fornecedor, como algo que se expressa através da elasticidade da demanda e, em função disso, afeta as

decisões de preços. Observa-se, além disso, que em um contexto de competição monopolística variações na elasticidade induzidas pelas variações na extensão das clientelas afetam não só os preços mas também quantidades e o grau de diferenciação de produto. De outro lado, procura-se examinar o fato de que, em um mundo onde há incerteza acerca das condições de demanda, a relação de clientela se torna desejável e, para firmas que podem praticar discriminação de preços, observa-se com muita clareza o nexo que interliga inflação, clientelas e preços relativos.

O ensaio está organizado de forma simples. A seção 13.2 desenvolve um modelo que explica o comportamento de consumidores em condições de informação imperfeita e a seção 13.3 trata do produtor considerando, em duas seções, a relação entre inflação, clientelas e preços relativos através de elasticidades e através da incerteza. A seção 13.4 resume brevemente as principais conclusões.

13.2 Inflação e clientelas: o consumidor

As relações de clientela abrangem tanto os mercados nos quais, em função da inexistência de perfeita informação, os vendedores são capazes de fixar diferentes preços, mesmo sendo o produto negociado praticamente homogêneo, quanto os mercados nos quais o produto sofre diferenciação a partir de elementos como a qualidade, o atendimento preferencial, a disponibilidade de crédito oferecida pelo ofertante, entre outros.[240] De um modo ou de outro o consumidor, nesses mercados, se vê às voltas com um problema de escolha envolvendo risco, seja porque não conhece a distribuição dos preços, seja porque desconhece a qualidade, ou as condições de venda oferecidas a cada momento por cada fornecedor. Nessas condições, existem custos para que o consumidor co-

[240] A caracterização dos mercados de clientela a partir de problemas informacionais é feita por A. Okun (1975 e 1981). A ênfase em atributos do produto e/ou das características da transação deve-se a O.E. Williamson (1975), M. Whachter & O. Williamson (1978) e D. Carlton (1982).

lete toda a informação relevante para tomar sua decisão, isto é, há custos de tempo e dinheiro em pesquisar o mercado buscando o melhor combinação preço-qualidade-condições de venda. Há custos também em se trocar de um fornecedor já conhecido para outro, o que é bastante evidente em se tratando, por exemplo, de serviços pessoais (dentistas e psicanalistas, para citar apenas dois casos). Há, por conseguinte, um incentivo para que sejam economizados estes custos mediante o desenvolvimento de uma relação estável entre consumidor e vendedor, sendo esta a motivação básica das relações de clientela, ou contratos implícitos.

Ao deteriorar a informação contida nos preços, a inflação modifica os incentivos ligados à constituição das relações de clientela. Em um contexto de informação imperfeita os consumidores facilmente percebem que os diversos fornecedores de um determinado mercado cobram preços diferentes, por vezes bastante diferentes, por mercadorias ou serviços semelhantes. A dispersão de preços é, na verdade, uma característica de qualquer mercado com informação imperfeita. Nessas circunstâncias, seguindo o espírito do trabalho pioneiro de Stigler (1961), pode-se pensar no preço praticado para uma determinada mercadoria ou serviço como uma variável aleatória para a qual existe uma distribuição de probabilidades conhecida. É conveniente pensarmos em preços descritos por uma distribuição uniforme[241] com as seguintes características:

$$\text{média } E[x] = \frac{(b+a)}{2}$$

$$\text{variância } \delta^2 = \frac{(b-a)^2}{12} \qquad (1)$$

$$\text{densidade } f(x) = \frac{1}{(b-a)}$$

[241] A opção pela distribuição uniforme simplifica consideravelmente a álgebra que se segue.

Isso significa que os preços observáveis se encontram uniformemente distribuídos no intervalo [a, b]. Diante dessas circunstâncias, o consumidor interessado em adquirir o produto terá incentivos para efetuar um determinado número de "buscas", ou de extrações dessa distribuição, e deverá certamente optar pelo menor preço. Assim, a variável aleatória importante para o consumidor é o menor valor encontrado em n observações retiradas da distribuição descrita em (1). A probabilidade de que o preço p seja o menor valor encontrado em n buscas é dada por:

$$\text{prob}\ [p = p_{min}]_n = [\ \text{prob}\ (x > p)\ ]_n \qquad (2)$$

ou seja, para que p seja o menor preço em n tentativas é necessário que em cada uma delas o valor observado seja maior que p. Pela função de densidade em (1) sabe-se que:

$$\text{prob}\ (x > p) = \int_p^b \frac{1}{(b - a)} \cdot dx = \frac{b - p}{(b - a)} \qquad (3)$$

de modo que (2) pode ser reescrita como:

$$\text{prob}\ [p = p_{min}]_n = \frac{[\ b - p\ ]\ n}{(b - a)} \qquad (4)$$

A partir daí podemos definir as características básicas da distribuição do menor preço em n buscas. A função de distribuição é facilmente obtida a partir de (4):

$$F\ (p) = \text{prob}\ (x > p) = 1 - \frac{[b - p]}{(b - a)}\ n \qquad (5)$$

A função de densidade se obtém de (5):

$$f\ (p) = \frac{\sigma\ F\ (p)}{\sigma\ p} = n\ .\ \frac{(\ b - p\ )^{n-1}}{(\ b - a\ )^n} \qquad (6)$$

A média, isto é, o menor preço esperado a partir de n buscas se obtém de (6):[242]

$$E[p] = \int_a^b p \cdot f(p) \cdot dp = a + \frac{b-a}{(n+1)} \quad (7)$$

Note-se que esta média, ou seja, o menor preço esperado em n buscas depende do número de buscas. Quanto maior o número de buscas, maiores serão as chances de se encontrar um preço menor. Isto evidentemente fornece um incentivo para que o consumidor faça buscas, um incentivo tanto maior quanto for a expectativa de economia:

$$G = -q \cdot \frac{\sigma E[p]}{\sigma n} = q \cdot \frac{(b-a)}{(n+1)^2} \quad (8)$$

onde G é o ganho em se fazer buscas e q é o peso do produto em questão no orçamento do indivíduo. Evidentemente há ganhos significativos em se fazer buscas para produtos que respondem por uma parcela grande dos gastos do consumidor. A compra de carros e imóveis, por exemplo, envolve tipicamente um grande número de buscas em diferentes fornecedores por razões óbvias. A atividade de busca, por outro lado, tem custos, pelo lado do tempo gasto ou pelo custo dos serviços de corretagem ou busca de informação especializada. Se este custo se efetuar mais uma busca é tomado como constante, igual a S, então podemos determinar o número ótimo de buscas simplesmente igualando G e S, ou seja, o benefício e o custo marginal da busca. Assim, usando (8), chegamos a:

$$n^* = \frac{[(b-a).q]^{1/2}}{[S]^{1/2}} - 1 \quad (9)$$

o que pode ser reescrito como:

[242] A integral se resolve por partes, fazendo u=p, $dv=n(b-p)^{n-1}$ e $v=-(b-p)^n$.

$$n^* = \frac{1.86 \,.\, [\delta.q]^{1/2}}{[S]^{1/2}} - 1 \qquad (10)$$

Note-se que o número ótimo de buscas é afetado de forma positiva pela variância da distribuição de preços dada em (1). Note-se também que a partir de n* podemos determinar o menor preço esperado. Os efeitos de mudanças bruscas no patamar de inflação nesses mercados se manifestam através de modificações na dispersão de preços, δ, na medida em que se admite que existe uma relação positiva entre o nível de inflação e a dispersão de preços relativos, ou seja, a inflação reduz a visibilidade do sistema de preços.[243] Assim, alterações de magnitude significativa nas taxas de inflação modificam os parâmetros da distribuição definida em (1). Em particular, quando se observam quedas bruscas na inflação teremos reduções também bruscas em δ. Como isto altera o equilíbrio definido logo acima, isto é, o número ótimo de buscas e o menor preço esperado? Para responder a esta pergunta será interessante considerar modificações em δ que não alterem a média da distribuição de preços E[x], com isso estabelecendo que a modificação no patamar de inflação apenas modifica a "visibilidade" do preço médio E[x]. Desta forma podemos supor alterações nos parâmetros a e b de tal sorte que $\Delta a = -\Delta b$,[244] ou seja um *mean preserving spread*. Note-se que assim, $\Delta\delta = (b-a).\Delta b/3.46$, e com isso é fácil observar pela equação (10) que $\sigma n^*/\sigma\delta > 0$ ou seja uma queda brusca na inflação provoca uma redução em d e com isso uma redução no número ótimo de buscas n*. A justificativa é bastante evidente, com a redução em δ reduz-se o incentivo em procurar dado pela equação (8). Torna-se menor a possibilidade

[243] Há uma vasta literatura de natureza confirmando a existência de uma ralação positiva entre dispersão de preços relativos e o nível da inflação. Para o caso brasileiro, veja-se A. Moura da Silva & D. Kadota (1982), G. Loyola (1987) e, mais recentemente, E. Landau (1992) e E. J. Amadeo & E. Landau (1992).

[244] Note-se que, com isso, E[x] = (a+b)/2 permanece inalterada $(b-a)^2/12$ se amplia.

de se encontrar um produtor com preços defasados. A visibilidade do sistema de preços é maior, há menos erros e por isso não vale mais à pena gastar recursos reais em mais uma busca. Reestabelecem-se assim as relações de clientela a partir do incentivo proporcionado pela economia de recursos reais ateriormente gastos na atividade de busca.[245]

O efeito sobre o menor preço esperado[246] pode ser visto se reescrevemos a equação (7), usando a equação (9):

$$E\,[p] = a + .\ [s/q.(b - a)]^{1/2} \qquad (11)$$

Extraindo o diferencial, tomando $\delta = (b-a)/3.46$ lembrando que $\Delta a = -\Delta b$, e substituindo em (11) temos:

$$\Delta E\,[p] = \Delta a\,.\,(\ 1 - [s/q.(b - a)]^{1/2}\ ) \qquad (11)$$

Para um aumento em δ, na forma de um *mean preserving spread*, ou seja, uma redução em a, de tal sorte que $\Delta a = -\Delta b$, o sinal da variação do menor preço esperado $\Delta\ E\,[p]$ dependerá do sinal da expressão entre parênteses em (11), que deverá ser positivo. Com isso, um aumento na inflação ($\Delta a < 0$) provoca uma queda no menor preço esperado obtido em um número de buscas definido como ótimo.

---

[245] Nishimura (1988) adapta o modelo de M. C. Salop & J. E. Stiglitz (1977) introduzindo a possibilidade de os vendedores oferecerem um preço estável aos consumidores para se estabelecerem relações de clientela caracterizadas de acordo com o enfoque de A. Okun (1981) e conclui que os compradores pagam um prêmio, embutido no preço ao qual se realizam as transações, em decorrência da economia de custos de busca que este tipo de relação lhes proporciona. Este resultado é também coerente em relação aos do modelo ora proposto.

[246] M. Whachter & O. E. Williamson (1978) enfatizam que os controles de preços são neutros com relação às "soluções de mercado" encontradas pelos agentes econômicos para coordenarem suas transações. O modelo aqui desenvolvido confirma este resultado.

13.3 Inflação e clientelas: as firmas

Pelo lado das firmas e/ou provedores de bens e/ou serviços diferenciados, as relações de clientelas são importantes para o processo de determinação de preços, seja porque afetam a elasticidade da demanda, seja porque alteram a incerteza que incide sobre o *cash flow* das firmas. Nas duas seções que se seguem essas duas alternativas são exploradas em detalhe.

13.3.1 Clientelas e elasticidade de demanda

Pode-se considerar "fregueses" de determinado produto aqueles para os quais o excedente do consumidor é grande, contrariamente aos novos consumidores, aqueles que o consomem pela primeira vez, e, como não conhecem o produto, não sabem se lhes servirá. A cada momento no tempo o produtor estará fornecendo seu produto para consumidores de ambos os tipos e poderá ou não praticar discriminação de preços. É plausível admitir que os "fregueses", ou seja, os que estão apegados ao produto, tenham uma demanda menos elástica, ou seja, menos afetada por flutuações de preços,[247] *vis-à-vis* os mais arredios consumidores novos mais sensíveis a variações de preços. Nesse caso, a elasticidade da demanda total percebida pelo produtor deverá depender da quantidade de consumidores de cada tipo: a demanda deverá ser menos elástica se predominam os fregueses e mais elástica se são majoritários os marinheiros de primeira viagem. Assim sendo, a predominância das relações de clientela afeta a elasticidade de demanda e com isso os preços praticados. Se, por exemplo, o produtor é capaz de discriminar os consumidores entre fregueses e novatos, tudo se passa como no caso clássico do monopolista que trabalha com dois mercados diferentes e praticam preços diferenciados, sendo que preços menores são praticados no mercado onde a demanda é mais elástica.

---

[247] Veja-se M. Bils (1989).

Para se avaliar as implicações sobre os produtores e/ou provedores de serviços diferenciados das mudanças de hábitos dos consumidores das quais resultam variações na elasticidade da demanda será interessante trabalhar-se com mercados onde se observa um equilíbrio em competição monopolística. Como se sabe,[248] este tipo de equilíbrio se caracteriza por combinar práticas típicas da competição imperfeita, dentre as quais por certo decisões de preço que igualam receita marginal ao custo marginal, e lucro zero em função da possibilidade de diferenciação de produto e livre entrada de novos produtores.[249] Uma das propriedades interessantes deste tipo de equilíbrio é o fato de que a extensão da diferenciação de produto depende da elasticidade da demanda, ou do grau de substitutibilidade entre os produtos diferenciados. Assim sendo, a competição monopolística oferece um arcabouço interessante para se estudar a relação entre inflação, diferenciação de produto, elasticidade de demanda e preços relativos de produtos diferenciados.

Vamos considerar um setor da economia onde existem muitos produtores que usam tecnologias idênticas para a produção de quaisquer dos produtos desse setor e que essa tecnologia é tal que haja retornos crescentes de escala. Se existe um único fator de produção, o trabalho, podemos descrever a função de custo para o produtor representativo como:

$$w.\lambda_i = w.(\alpha + \beta.\ x_i) \quad \alpha\ .\ \beta > 0 \quad i = 1 \ldots n \qquad (12)$$

onde w é o salário, λ_i o emprego e x_i a produção na indústria i. Note-se que $w.\alpha$ é o custo fixo e $w.\beta$ o custo marginal. Na presença de economias de escala haverá um só produtor para cada indústria e tantos produtores quanto produtos. Ao maximizarem lucro, os produtores resolvem:

$$\max_{x_i} \ P_i\ (x_i).\ x_i - w.(\alpha + \beta.\ x_i) \qquad (13)$$

[248] Veja-se A. Dixit & J. E. Stiglitz (1977).

[249] Esta é, em essência, a "solução de tangência" de Chamberlin.

e a partir daí obtêm :

$$P_i(1 - 1/\varepsilon) = w.\beta \qquad i = 1 \ldots n \qquad (14)$$

onde ε é a elasticidade da demanda.

Em equilíbrio sob competição monopolística o lucro é nulo, ou seja:

$$P_i \,.\, x_i = w.(\alpha + \beta.\, x_i) \qquad i = 1 \ldots n \qquad (15)$$

Usando (14) e (15) podemos obter o nível de produção em equilíbrio:

$$x_i = (\alpha / \beta).\,(\varepsilon - 1) \qquad i = 1 \ldots n \qquad (16)$$

Note-se que o nível de produção é igual para todas as firmas, o que decorre diretamente de não haver diferenças entre as firmas no tocante à tecnologia e nem tampouco quanto à elasticidade da demanda. As limitações dadas pelo pleno emprego dos fatores de produção, ou imposta por níveis dados de demanda, são cruciais em um mundo com economias de escala para estabelecer a extensão da divisão do trabalho, ou seja, da diferenciação de produto e do nível de produção. Como o nível de emprego é igual em cada firma (ou indústria), o número de produtos existentes, ou firmas em operação, é dado pelo requisito de pleno emprego, ou de que o nível de demanda seja dado. Esta restrição pode ser escrita como:

$$L = \Sigma\, \lambda_i = n \,.\, \lambda_i \qquad (17)$$

o que nos permite escrever:

$$n = L / (\alpha + \beta.\, x) \qquad (18)$$

o que pode ser reescrito, usando (16), como

$$n = L / (\alpha . \varepsilon) \quad (19)$$

Note-se que a elasticidade da demanda afeta diferentemente o número de produtos e o nível de produção, ou seja, para um dado valor de ε há um nível ótimo de produção e um grau ótimo de diferenciação de produto inversamente relacionados. Note-se também que o preço praticado pela firma representativa também depende diretamente da elasticidade, conforme pode ser visto na equação (14). Ao ver-se modificada a elasticidade da demanda em função da disposição dos consumidores em formar relações de clientela devem, portanto, modificar-se os preços, quantidades e diversidade de produtos. Uma elevação da inflação que desarticula relações de clientela e eleva a elasticidade da demanda tem como efeito elevar o nível ótimo de produção mas para um número menor de produtos, ou seja, a inflação eleva o tamanho médio das firmas e restringe a diferenciação de produtos, conforme pode ser lido diretamente nas equações (16) e (19). Quanto aos preços, o efeito pode ser lido diretamente na equação (14), ou seja, um aumento na inflação que eleva a elasticidade da demanda reduz o *mark-up* e portanto reduz os preços relativos dessas mercadorias diferenciadas sujeitas a relações de clientelas. De forma inversa, a redução na inflação fortalece as freguesias, torna a demanda por produtos diferenciados mais inelástica e com isso faz aumentar os *mark-ups* e conseqüentemente os preços relativos dessas mercadorias. Temos, portanto, que do lado das firmas a inflação produz o mesmo efeito nos preços relativos que vimos operar do lado dos consumidores na seção anterior.

13.3.2 Discriminação de preços, incerteza e clientelas

O interesse dos produtores em estabelecer relações de clientela deriva-se não só do fato de suas margens estarem diretamente ligadas à elasticidade da demanda, tal como explorado na subseção anterior, como também pelo fato de que a predominância de fregueses, ou de relações contratuais (implícitas ou explícitas), está diretamente ligada à variância do

cash-flow da firma representativa. Se existe um custo associado à variância do *cash-flow* — o que faz todo sentido em um contexto de inflação alta — então será natural que a firma representativa se sinta compelida a discriminar fregueses e não-fregueses em termos dos preços praticados, de modo a reduzir a variância do *cash-flow*.

De modo a capturar o fato de que em um ambiente de incerteza os produtores deverão valorizar as freguesias, seguimos Carlton (1979) em admitir discriminação de preços e que as firmas enfrentem um custo adicional, derivado da incerteza, que varia linearmente com a variância do *cash-flow*. Tudo se passa como se preços e quantidades vendidas a clientes fossem conhecidos por antecipação mas os preços e quantidades transacionados *spot* fossem conhecidos apenas no momento da abertura do mercado, ou seja, após as decisões de produção terem se consumado.

Sejam $\hat{p}$ e $\hat{x}$ os preços e quantidades vendidas através de relações contratuais para fregueses e p^* e x^* os preços e quantidades vendidas *spot*. Seguindo a notação da seção anterior e mantendo a hipótese de retornos crescentes de escala, podemos escrever a função de custo da firma representativa como:

$$C(x) = w.\lambda i = w.\{\alpha + \beta.(\hat{x} + x^*)\} \qquad (20)$$

A variância do *cash-flow* é inteiramente devida ao fato de que p^* é uma variável aleatória de média $E[p^*]$ e desvio padrão igual a δ^*, e com isso podemos escrever a variância do *cash-flow* como:

$$\text{var}(p^* - \beta).x^* = x^{*2}.\delta^{*2} \qquad (21)$$

A firma que maximiza lucros esperados resolve:

$$\max_{\hat{x},\, x^*} \hat{p}.\hat{x} + E[p^*].x^* - w.\{\alpha + \beta.(\hat{x} + x^*)\} - x^{*2}.\delta^{*2} \qquad (22)$$

$$\text{s. a.} \quad \hat{x} + x^* = \tilde{x}$$

onde $\tilde{x}$ é a capacidade produtiva que se assume estar plena-

mente ocupada.[250] De (22) podemos obter a curva de oferta para as quantidades oferecidas para fregueses:

$$\hat{x} = \bar{x} - \frac{E[p^*] - \hat{p}}{2\,\delta^{*2}} \tag{23}$$

A equação (23) nos diz que a firma representativa oferece uma parcela maior da sua produção sob a forma de contratos a fregueses tanto maior for a variância do preço *spot*, tanto maior for p e tanto maior for E[p*].[251] A relação de freguesia funciona como um seguro para a firma, o que se deve ao fato de que recursos reais são consumidos pela incerteza, tal como em (21), e não propriamente à hipótese, mais comum, de aversão ao risco.

Vamos considerar em seguida que a firma enfrenta dois tipos de consumidores: os fregueses, os quais mantêm uma demanda fixa igual a $\hat{c}$,[252] e os consumidores que, incapazes de prever suas necessidades com antecedência, manifestam suas demandas no mercado *spot* através da segunite relação:

$$c^* - p^* + \xi = x^* \tag{24}$$

onde c^* é a demanda *spot* e ξ é uma variável aleatória de média zero e variância dada por var $(\xi) = \delta^{*2}$. Usando (23) e (24) e usando $E[p^*] = p^* + \xi$ temos o equilíbrio no mercado *spot*:

$$c^* - E[p^*] = \frac{E[p^*] - \hat{p}}{2.\delta^{*2}} \tag{25}$$

O equilíbrio para o "mercado" para fregueses será dado por:

$$\hat{c} = \bar{x} - \frac{E[p^*] - \hat{p}}{2.\delta^{*2}} \tag{26}$$

[250] Note-se que podemos assumir um dado nível de utilização "normal", ou mesmo níveis inferiores, da capacidade produtiva instalada. O pleno emprego apenas simplifica os cálculos.

[251] Para detalhes veja-se D. Carton (1979, pp. 1040-1041).

[252] A flexibilização dessa hipótese não altera senão em detalhes as conclusões que se seguem.

e de (25) e (26) retiramos as duas expressões que se seguem para os preços praticados para fregueses e no mercado spot:

$$p = c^* - (2.\delta^{*2} + 1).(\tilde{x} - \hat{c}) \quad (27)$$
$$E[p^*] = c^* - (\tilde{x} - \hat{c}) \quad (28)$$

Essas duas equações nos permitem retirar algumas conclusões de interesse. Em primeira instância note-se que a variância no mercado *spot*, que deve estar (presumivelmente) correlacionada positivamente à inflação, afeta negativamente os preços praticados para fregueses sem alterar os preços no mercado *spot*. Note-se que este resultado é tanto mais claro quanto for a diferença $(\tilde{x}-\hat{c})$ que pode ser entendida como o grau de exposição da firma ao mercado *spot*. Este resultado é bem intuitivo: é como imaginar que o preço do seguro oferecido pelas relações de clientela varia diretamente com a exposição à incerteza. Outro resultado de interesse diz respeito a $\hat{c}$ ou seja, à demanda por contratos. É trivial que um aumento em $\hat{c}$ *ceteris paribus* eleve ambos os preços sendo que $\hat{p}$ mais que proporcionalmente ao aumento em $E[p^*]$. Isto é menos claro quando consideramos um aumento na demanda dos fregueses que é inteiramente compensado por uma redução na demanda no mercado *spot*, ou seja, $\Delta\hat{c} = -\Delta c^*$. Este é exatamente o caso de uma ampliação das relações de clientela que, ao longo deste ensaio, temos associado a uma redução na inflação. Nesse caso, é fácil ver que $E[p^*]$ não se altera e a variação em p é dada por:

$$\Delta\hat{p} = \Delta c^* + (2.\delta^{*2} + 1).\Delta\hat{c} = 2.\beta^{*2}.\Delta\hat{c} \quad (29)$$

ou seja, é positiva. Dessa forma, a recomposição das clientelas eleva os preços praticados no âmbito dessas relações ainda que não altere os que vigoram no mercado *spot*. Este resultado é plenamente consistente com os da subseção anterior e com a evidência apresentada no capítulo anterior.[253]

[253] Uma sutileza a mencionar acerca da evidência é o fato de que as coletas de preço nas quais se baseiam os índices brasileiros apresentados no capítulo anterior usam registros de transações que nos fazem crer que os preços contratuais são mais comumente coletados que preços *spot*.

13.4 Conclusões

A evidência apresentada no capítulo anterior permitiu constatar que episódios onde a taxa de inflação se reduz de forma drástica — seja através de congelamentos de preços, ou de outros mecanismos — e assim permanece durante algum tempo, os preços relativos das mercadorias, ou grupos de mercadorias e serviços transacionados em mercados nos quais se desenvolvem relações de clientela se elevam significativamente à frente dos demais preços da economia. Este ensaio procurou apresentar uma explicação para este fenômeno a partir de considerações acerca do processo de formação de preços em mercados sob informação imperfeita e em especial acerca do nexo que relaciona a inflação à constituição de relações de clientela. Observamos que, do lado do consumidor, a solidez das clientelas depende da atividade de busca por parte dos consumidores, e esta, bem como o menor preço encontrado, está relacionada à dispersão de preços relativos a qual, como se sabe, depende do nível da inflação. Desta forma é possível observar que, com a aceleração da inflação se eleva a dispersão de preços relativos e se elevam os incentivos para a atividade de busca. Em decorrência disto, deterioram-se as relações de clientela o que, para o consumidor, se traduz em uma redução do preço esperado. Uma redução significativa na inflação, tal como nos episódios mencionados no capítulo anterior, produz um efeito exatamente simétrico, ou seja, reduz a dispersão de preços relativos e, com isso o incentivo para a atividade de busca, de modo que as relações de clientela tendem a se rearticular. Com o estabelecimento dessas relações o consumidor economiza os custos de busca e admite pagar um prêmio sobre o preço anteriormente aceito, de modo que há uma tendência para o crescimento dos preços relativos das mercadorias transacionadas nesses mercados.

As conclusões que emergem da análise do comportamento do consumidor são confirmadas e reforçadas pela discussão dos efeitos das variações na extensão das clientelas pelo lado das firmas. Observamos que as clientelas podem afetar as de-

cisões de preços das firmas através de dois mecanismos básicos: elasticidade da demanda e comportamento defensivo em um contexto de incerteza. No primeiro caso observamos que em condições de competição monopolística as variações na elasticidade afetam preços de equilíbrio, tamanho das firmas e grau de diferenciação de produto. Mostramos em particular que acelerações na inflação reduzem margens, ou seja, preços relativos, aumentam o tamanho das firmas e reduzem a diversidade de produtos. Esses resultados são plenamente compatíveis com a evidência que relaciona a estabilização com aumentos de preços relativos discutida no capítulo anterior.

Em seguida procuramos explorar o fato de que as clientelas são relações contratuais — implícitas ou explícitas — que assumem grande importância quando existe incerteza quanto a preços e quando a variância do *cash-flow* consome recursos reais. Mostramos que nessas condições as firmas praticam discriminação de preços e que quanto maior a variância de preços (que se presume positivamente correlacionada com a inflação) menor deverá ser o preço praticado para clientes *vis-à-vis* o preço *spot*. A relação de clientela é vista como um "seguro" contra a variância do *cash-flow* cujo preço é o desconto que existe para o preço dos fregueses em relação ao preço *spot*. Mostra-se também que a ampliação na demanda exercida por fregueses, mesmo quando compensada por uma redução na demanda existente no mercado *spot*, resulta em elevar os preços para fregueses. Esses dois efeitos são consistentes com a evidência: por um lado a redução na dispersão de preços tende a reduzir a importância das clientelas como seguro contra incertezas e com isso a firma aproxima o preço preço dos clientes do preço *spot*, ou seja, eleva o preço para clientes. Por outro lado, o aumento na demanda, ou na proporção de clientes contratuais *vis-à-vis* os clientes do mercado *spot*, torna cada vez menos importantes os custos decorrentes da variância do *cash-flow*, o que também tende a aproximar o preço dos clientes do preço *spot*.

Todas essas influências se somam para explicar as acomodações de preços relativos que observamos nos primeiros

meses que se seguiram a diversos episódios de súbita e significativa desinflação. As implicações inflacionárias dessas acomodações fazem crer que os mecanismos discutidos nesse ensaio são importantes como explicação para o fenômeno da "inflação residual" que se observa após os fins de grandes inflações. Este fenômeno deve certamente ser levado em conta nos cálculos pertinentes à prática de políticas de estabilização em países como o nosso.

14. Um teorema sobre "Pactos Sociais" no Brasil[254]

14.1 Introdução

Os incentivos para que sindicatos e seus interlocutores patronais contribuam para o bom andamento do programa de estabilização, na forma de coalisões abrangentes do tipo "pacto social" ou "entendimento nacional", são grandemente distorcidos pelo fato de que a cobertura das negociações coletivas no Brasil é muito reduzida. Este artigo procura demonstrar que, no Brasil, as negociações dessa espécie, sejam de âmbito nacional ou setorial, ao contrário da presunção de alguns, que as tomam como instrumentos auxiliares, e mesmo essenciais, para a estabilização, contam com incentivos perversos e resultam, via de regra, em atrapalhar o combate à inflação.

14.2 O enunciado do problema: os incentivos perversos

Para ilustrar a natureza do problema vamos imaginar um exemplo simples: tome-se um país escandinavo onde as negociações entre uma grande central sindical e uma igualmente grande federação patronal determinam os reajustes salariais que cobrem a quase totalidade, digamos 95%, dos trabalhadores e das empresas do país. Com negociações coletivas assim tão centralizadas e tão abrangentes, se a central sindical escandinava resolve pleitear um reajuste salarial bastante elevado, digamos 166%, e a federação patronal resolve concedê-lo, desde que com repasse pleno, a inflação será evidentemente um impulso dessa mesma ordem de magnitude.

---

[254] *Este artigo condensa três diferentes artigos de jornal sobre o mesmo tema, escritos em diferentes momentos: "Um pacto pela inflação",* Jornal do Brasil *de 23.08.1990, "Entendimento inflacionário?,* Folha de São Paulo *28.11.1990 e "Negociações Perigosas", também na* Folha de São Paulo *em 15.11.1993.*

Embora cada produtor individualmente possa até se iludir que a inflação não vai lhe atingir, porque sua folha de salários não representa, digamos, mais que 20% de seus custos, logo ficará claro que os aumentos nos salários repercutem nos preços das suas matérias-primas e com isso, ao final da cadeia de repasses (vamos considerar, para simplificar os cálculos, que a taxa de câmbio também é reajustada em 166%), a inflação nesse mês (na hipótese de que os trabalhadores que não fazem parte da central mantêm seus salários fixos, e que a indexação é mensal) será de 95% vezes 166%, ou seja, 157,7%. No mês seguinte, se todos os assalariados recebem reajustes neste mesmo valor, solidifica-se um patamar inflacionário de 157,7% mensais. Note-se que a central sindical consegue assim um ganho real que não é grande ((1+166%)/(1+157,7%) - 1 = 3,2%) o que, muito provavelmente, não compensa a chateação de viver debaixo de uma hiperinflação. Se a Central pedisse 5% ou mesmo 1%, em vez de 166%, a inflação seria de 4,75%, ou 0,95% e o ganho real seria pequeno mas a ausência da inflação certamente representaria uma vantagem bastante significativa em si. Em função de seu próprio peso, sindicatos e patrões não se vêem, portanto, estimulados a adotar posturas inflacionistas, pois estas prejudicariam seus próprios interesses.

No Brasil as coisas são muito diferentes. As negociações entre as centrais sindicais e a federação das indústrias cobrem não mais do que, digamos, 5% da força de trabalho e das empresas do país. O restante da força de trabalho, ou seja, os outros 95%, não são sindicalizados, ou não são cobertos por acordos coletivos ou são informais. Neste contexto, quando as centrais pedem 166% e a federação das indústria tem garantido o direito ao repasse pleno, gera-se uma inflação pequena — 166% vezes 5%, ou seja 8,3%, na hipótese de que o resto da economia não segue os 166%. Os trabalhadores das centrais têm um ganho real de cerca de 145% ((1+166%)/(1+8,3%)-1) à custa do conjunto da população que não seguiu os 166%. Note-se que os preços das mercadorias produzidas pelas empresas que compõem a federação

devem aumentar 145% reais, o que não seria sustentável a médio prazo, a menos que os outros salários e preços na economia resistissem à tentação de pleitear nos tribunais isonomias garantindo aumentos da ordem de 166% mensais. Ao final, todavia, tendo em vista que a todos é sempre garantida a inflação do mês anterior, através da indexação mensal automática, todos conseguem imitar as centrais e a inflação vai mesmo para 166%.

O ponto importante a observar é que, no Brasil, o reduzido grau de participação e centralização sindical leva ambos os lados nas negociações coletivas a adotarem uma postura claramente irresponsável e inflacionista, pois os ganhos desses setores são tanto maiores quanto maior é a inflação, em absoluto contraste com o que ocorre no nosso exemplo escandinavo. Para as centrais, diante do tamanho dos ganhos envolvidos, faz todo sentido pedir reajustes cavalares (166%, 188% ou por que não 200% ou mais?), pois isto lhes garante a liderança na corrida de preços e salários que, ocorre em um contexto de inflação alta. Portanto, quando pequena, ou seja, quando sua influência direta sobre os preços não é grande, as centrais se tornam inflacionistas. É claro, no entanto, que a culpa deve ser dividida, pois com a federação industrial se passa algo muito parecido. As empresas parecem não revelar grandes preocupações com o tamanho do reajuste a ser concedido, desde que se possa repassá-lo aos preços, pois isto lhes evita as greves. Como o impacto direto dos repasses sobre a inflação é pequeno, a condição necessária para que o repasse não seja prejudicial aos empresários (no sentido de seus preços ficarem muito altos) é que a indexação faça reverberar os reajustes, naturalmente com algum atraso, para o resto da economia. Generaliza-se assim a espiral inflacionária, mas com as centrais e a federação na liderança, e, como estes geram inflação antes dos outros participantes da economia, ambos têm um incentivo para gerar o máximo de inflação que puderem.

Cria-se assim um incentivo perverso para a colaboração entre patrões e empregados no setor organizado da eco-

nomia em torno de um arranjo de socialização dos custos dos ganhos desses setores com a inflação. Curioso país este nosso: onde minorias (organizadas e militantes) exploram maiorias (desorganizadas e sub-representadas) e a principal forma de conflito social não se dá entre capital e trabalho, mas entre capital e trabalho organizados e capital e trabalho desorganizados.

14.3 O teorema

A negociação política é a democracia em movimento. Não pode haver uma sem a outra. A predileção que sucessivos governos, desde a redemocratização, têm exibido pela negociação parece alinhada com esses princípios. Todavia, existem muitas situações nas quais "negociações", e os acordos delas resultantes, podem ser perniciosas. A vida econômica está cheia delas. Uma prefixação negociada continua sendo uma prefixação. O "entendimento" entre produtores, de acordo com Adam Smith, deve ser visto como "uma conspiração contra o bem comum". Mas quando exatamente a "negociação" pode ser um instrumento do mal?

Para responder, um teorema geral: "Quando existem minorias militantes e maiorias dispersas, difíceis de se fazerem representar, a 'negociação' terá sempre efeitos perversos". Para uma versão menos geral desse terrível teorema, é útil considerar três hipóteses. A primeira, uma máxima do folclore político brasileiro, é a de que "acordo político é bom quando os dois lados ganham". A segunda é que boa parte dos "jogos" em economia são de soma zero, ou seja, onde o que um ganha o outro perde. E a terceira hipótese é a de que o governo é uma entidade capaz de determinar quem vai arcar com o ônus de quaisquer negociações e respectivos acordos. À luz dessas hipóteses, o teorema pode ser reescrito de uma forma mais tropical: "No Brasil, minorias arrogando-se uma representatividade que, de fato, não têm, exploram maiorias inertes e sub-representadas".

As implicações do teorema são diversas. Exemplo maior, a própria inflação. Um "acordo negociado" entre políticos fisiológicos produz níveis de despesa pública muito grandes e receitas insuficientes. O "imposto inflacionário" financia a diferença e incide sobre uma maioria inerte que paga os custos da "negociação". Outro exemplo: o "pacto social" estilo Nova República. O "acordo negociado" de preços e salários se faz com a CUT recebendo um reajuste nominal de salários de, digamos, 493% e os representantes da indústria autorizados a repassar aos preços. A maioria excluída da "negociação" não tem porque louvar a farsa. Exemplo recente: acordos das câmaras setoriais. Empresários simulam uma redução de preços para, em troca, obterem uma redução nos impostos setoriais. Ganha o setor — trabalho e capital — à custa do contribuinte.

15. Inércia e coordenação: pactos, congelamentos e seus problemas[255]

15.1 Introdução

No período que antecedeu a deflagração dos primeiros experimentos de estabilização "heterodoxos" chegou-se a alcançar um razoável consenso em relação à importância do que se convencionou chamar de "componente inercial da inflação", bem como da necessidade de políticas explicitamente destinadas a eliminar esta "memória" inflacionária, ou seja, políticas de "desindexação" ou "políticas de renda".[256] Com o desenrolar dos programas brasileiro, argentino e peruano ficou claro que a "nova" inflação, observada após a eliminação da "memória" inflacionária, estava associada a mecanismos estranhos às concepções anteriores sobre o fenômeno da inflação inercial, tais como por exemplo, interação estratégica — em particular envolvendo comportamentos "não-cooperativos" dos agentes econômicos — e especulação com mercadorias.[257] A presença destes mecanismos parecia indicar que a estabilização envolvia um complexo processo de decisão coletiva cujos principais elementos não haviam sido inteiramente compreendidos. Este ensaio procura justamente estudar este processo, o qual pode ser concebido como a origem do próprio fenômeno da inércia inflacionária. A partir daí procura-se apontar as dificuldades de implementação

---

[255] *Originalmente publicado em "Anales de la Asociacion Argentina de Economia Politica", XXII reunião anual, Cordoba, 1987, volume 2, e posteriormente em versão revista em* Pesquisa e Planejamento Econômico *volume 19 (1) abril de 1989. O ensaio beneficiou-se de comentários de Ignacio Warnes, Gullermo Escudé, Cezar C. A. Mattos e Sergio Werlang.*

[256] Para resenhas veja-se por exemplo M. H. Simonsen (1985) e E. L. Bacha (1988).

[257] Além, obviamente, das influências advindas de uma gerência de demanda inconsistente com inflação nula, como é consenso entre os observadores.

de esquemas de coordenação associados à iniciativas de estabilização — as políticas de "desindexação" ou "políticas de rendas" — e também, com o auxílio do instrumental desenvolvido, oferecer uma explicação para a "nova" inflação e as mudanças de preços relativos observadas após os "choques heterodoxos".

Este trabalho desenvolve a noção de que a inércia — aí entendida de forma ampla não somente como a "memória" inflacionária, mas também como a resistência da sociedade a uma iniciativa de estabilização — é basicamente a expressão de um problema de coordenação de decisões relativas à fixação de preços e salários, e nesse sentido sugere que o fenômeno seja visto como uma característica mais "orgânica" dos processos inflacionários em economias capitalistas. É importante observar que este problema não necessariamente toca o que se chama em geral de "causas fundamentais" da inflação, pois de modo algum os problemas de coordenação são exclusivos às inflações puramente inerciais: o consenso (apenas recentemente alcançado) nesta área parece ser o de que, para propósitos de política de estabilização, ambas as coisas — ou seja "causas fundamentais" e a inércia — merecem políticas específicas. A presença ou ausência de problemas estruturais, desequilíbrios financeiros e fiscais do setor público ou de balanço de pagamentos, afetam muito pouco a natureza do problema de coordenação envolvido em se fazer política de estabilização. A distinção entre condições necessárias e suficientes é freqüentemente confundida neste debate.

A idéia principal deste trabalho é a de que parar a "espiral" inflacionária envolve o clássico problema do "franco atirador" (o *free rider*): em grande medida os agentes se sentem compelidos a abster-se de contribuir ao esforço coletivo de estabilização na medida em que percebem que o impacto de suas decisões individuais sobre os resultados do plano parece pequeno, ou mesmo desprezível, quando considerado isoladamente.[258] Este tipo de comportamento se torna crucial

[258] C. Crouch (1985), J. McCallum (1983), M. Bruno & J. Sachs (1985), L. Calmfords (1985), E. Tarantelli (1983) e B. Rowthorn & A. Glyn (1986).

no contexto dos planos de estabilização baseados em esquemas coletivos de coordenação, tais como pactos sociais ou congelamentos de preços que, como é bem sabido, não atingem certos setores da sociedade, que em função disso desfrutam de um incentivo para atuar como "franco-atiradores". Um exame dos fatores que governam esses comportamentos pode informar sobre a natureza das mudanças de preços (e salários) relativos, e também sobre a inflação, que se observa durante a vigência desses arranjos.

Nessa linha, o ensaio sugere que certas características institucionais tornam mais fácil a implementação de esquemas de coordenação, os quais estão, grosso modo, relacionados com o grau de "organização" dos agentes econômicos. As dificuldades recorrentemente observadas no caso brasileiro de se formar "pactos sociais", o que se atribui geralmente à pouca representatividade, ou mesmo inexistência, de interlocutores, ilustram de forma sugestiva essa possibilidade. Vários autores se referem a este conjunto de atributos como o grau de corporatismo ou neocorporativismo, e associam empiricamente aos países mais "corporatistas" na área da OECD os melhores desempenhos macroeconômicos, em especial no tocante à estabilização, na década de 70. Este tipo de consideração pode certamente ser trazido para o contexto brasileiro ou latino-americano, mas os propósitos deste trabalho se limitam a elucidar analiticamente os mecanismos envolvidos e apenas a sugerir aplicações do instrumental proposto. As alusões a experiências anteriores de estabilização, e também aos experimentos "heterodoxos" recentes, têm como objetivo apenas sugerir que o trabalho empírico nesta área pode ser muito produtivo.

O ensaio está organizado da seguinte forma: a seção 15.2 define as questões em discussão e a 15.3 apresenta um modelo muito simples com o auxílio do qual o problema do "franco-atirador" no contexto de políticas de estabilização recebe um tratamento formal. A seção 15.4 discute problemas de implementação, "neocorporativismo", e trata brevemente da experiência latino-americana passada e recente. A última seção apenas relaciona as principais conclusões.

15.2 Estabilidade de preços como um bem público

O emprego de modelos que se utilizam de hipóteses de comportamento estratégico no âmbito de políticas de estabilização tem sido crescente. A quase totalidade desses modelos, no entanto, trata a interação estratégica em um contexto onde o problema da estabilização é concebido como um "jogo" (no sentido da teoria dos jogos) entre o Banco Central e uma entidade geralmente chamada de "o público"; a interação entre os agentes que compõem "o público" é desconsiderada, "seguindo uma longa tradição em macroeconomia".[259] Essa omissão é grave pois afinal a inflação pode ser vista como uma das muitas instâncias onde comportamentos racionais a nível individual produzem uma irracionalidade do ponto de vista coletivo.[260] A inflação constitui uma inconveniência que tem a natureza de uma externalidade, e como tal somente se resolve através de soluções "extramercado" que envolvem os agentes individuais de forma explícita. Em uma economia composta de um único Robinson Crusoé há uma óbvia identificação entre a racionalidade individual e a coletiva, problemas de coordenação, ou externalidades, neste contexto não têm sentido algum "por construção". A ficção da economia de um único agente pode ser útil de muitas maneiras: um "jogo" envolvendo um banco central de propensões inflacionistas e um sindicato ambicioso pode nos revelar muitos aspectos interessantes da problemática da estabilização, mas há outros fatores que precisam ser considerados, e é destes que este ensaio procura tratar.

Para se estudar as interações "intrapúblico" é preciso começar pela observação de que a economia deve ser pensada como composta de uma coleção de agentes racionais que percebem claramente a sua interdependência e a importância de sua interação

[259] De acordo com Thomas Sargent (1985, p. 239). Para a maior parte dos que produziram trabalhos nesta área (como por exemplo E. Phelps (1979), J. Driffill (1984) e D. Backus & J. Driffil (1985), assim como para o próprio Sargent, não se consideram as interações "intrapúblico". Uma notável exceção é o conjunto de ensaios em R. Frydman & E. S. Phelps (1983), em particular os do próprio Phelps, e o de J. C. Di Tata.

[260] Tal como observado, por exemplo em J. Tobin (1981, p. 26).

para quaisquer resultados "agregados". Na verdade, para predizer o curso das "variáveis endógenas" da economia os agentes devem formar expectativas não só acerca das ações e políticas do governo, mas também sobre o comportamento dos outros agentes, os quais por sua vez também se comportam da mesma forma. Formam-se aí "hierarquias" de conjecturas sobre a reação dos outros agentes, a partir das quais é possível definir vários possíveis "jogos", onde os vários agentes escolhem estratégias, há vários possíveis conceitos de equilíbrio, e pode-se pensar em "jogos" com as mais variadas características (jogos continuamente repetidos, com aprendizado bayesiano, etc.).[261] Este ensaio procura se concentrar em um aspecto particular da interação estratégica entre agentes, o que se observa exatamente a partir de uma iniciativa de estabilização e que está relacionado com o que se conhece geralmente como o problema do franco-atirador.

Ao avaliar a sua resposta a um programa de estabilização, em um contexto de uma multiplicidade de agentes racionais, aquele que sente que suas decisões têm um impacto pequeno sobre os resultados agregados do plano, terá um forte incentivo a "errar" suas previsões de inflação pelo lado pessimista, na exata medida em que a superestimação da inflação efetivamente ocorrida resultaria em ganhos para aqueles cometendo "erros". Esta compulsão dos agentes marginais para divergir da média, dado que eles não podem ser excluídos dos benefícios do esforço coletivo, caracteriza muito claramente o problema do franco atirador que se observa na provisão de um bem público: uma das muitas instâncias no âmbito da macroeconomia onde "ações racionais do ponto de vista individual levam a uma situação irracional do ponto de vista coletivo".[262] O problema de estabilização pode muito facilmente ser pensado nesses termos:[263] a estabilidade de preços efetivamente satisfaz a propriedade da "não-exclusão", pois para a maior parte dos agentes a não contribuição ao esforço coletivo de estabiliza-

[261] Veja-se especialmente E. S. Phelps (1983). Uma resenha de modelos de inflação centrados em interação estratégica pode ser encontrada em M. H. Simonsen (1988).
[262] J. McMillan (1979, p. 95).
[263] Veja-se por exemplo D. C. Collander & K. J. Koford (1985) e M. Wallace (1983-84) e especialmente E. Tarantelli (1983).

ção não seria sequer percebida. Para atores "grandes", ou mais "visíveis", contudo, tais como grandes sindicatos e corporações, poderia haver alguma "exclusão" na medida em que o governo poderia "puni-los" pelo seu "pessimismo", ou pela sua contribuição negativa ao esforço coletivo.

O problema clássico de financiamento do bem público é exatamente de se cobrar de cada agente pelo seu consumo do bem público de acordo com a utilidade derivada do seu consumo, ou seja, um problema de revelação de preferências. Samuelson (1954, p. 388) já havia observado que "nenhum sistema de preços descentralizado pode servir para determinar de modo ótimo os níveis de consumo coletivo" do bem público, basicamente porque, segundo Musgrave (1959, p. 80), "qualquer indivíduo verá proveito em subestimar suas preferências, sabendo que isto não terá efeito significativo sobre a oferta total [do bem público] e resultará em menor taxação sobre si próprio".

Os paralelos entre esta formulação geral do problema do franco atirador e as dificuldades de coordenação envolvidas no problema da estabilização da inflação são bastante óbvios. Como no caso clássico do bem público, a alocação dos "custos" — ou o "financiamento" do bem público — que nesse caso se refere a mecanismos de coordenação decisória em economias descentralizadas com milhões de agentes heterogêneos governados unicamente pelos seus próprios interesses, não envolve um processo de mercado: não há mercado para "estabilidade de preços", cujos "sinais" coordenariam as decisões de "produtores" e "consumidores".[264] Mecanismos de coordenação neste contexto deveriam

[264] Argumenta-se que, "tal como o dinheiro, a estabilidade econômica não tem o seu próprio mercado, mas é negociada em todos os mercados. Exceto pelos governos, os indivíduos não podem intencionalmente "comprar" estabilidade econômica. Seria irracional para um agente individual tentar "comprar" estabilidade. Tentativas da parte de um indivíduo de aumentar seus gastos, fazer novos empréstimos, ou investir pesadamente em um novo projeto "para reativar a economia" em tempos de recessão não teriam efeitos perceptíveis sobre a economia e sujeitariam o indivíduo a muitos riscos. Também não faria sentido algum para um indivíduo propositalmente "comprar" menos estabilidade durante períodos de prosperidade cortando investimentos lucrativos ou reduzindo planos de consumo maximizadores de utilidade", cf. M. Wallace (1983-84, p. 298).

ser concebidos em bases *ad hoc*. Claramente não há uma "mão invisível" guiando economias capitalistas à estabilidade de preços, da mesma forma como não existem mecanismos automáticos — aliás, como é bem sabido — que assegurem pleno emprego.

Existem diversos resultados desenvolvidos no contexto da literatura teórica sobre bens públicos que podem nos ajudar nessa questão. Talvez o mais interessante seja a idéia, originalmente devida a Mancur Olson (1965), de que a diferença entre a produção efetiva do bem público e o nível ótimo de produção, diferença esta causada pelos comportamentos "franco-atiradores", aumentaria com o tamanho da comunidade. Isto significaria que, *ceteris paribus*, economias de mercado seriam mais propensas a respostas "pessimistas" a tentativas de estabilização, e portanto à inércia inflacionária, que sociedades mais centralizadas e corporativistas com agentes (corporações, sindicatos, federações, associações) "maiores" e em menor quantidade. Outro resultado interessante é a noção de que o equilíbrio de Nash, no tocante à provisão do bem público, não é ótimo no sentido de Pareto. Em nosso caso, isto significa que comportamentos não-cooperativos tenderiam a produzir um grau de "pessimismo", e portanto de inércia inflacionária, maior que sob cooperação. Isto poderia ser interpretado como significando que a inércia deveria ser mais forte em sociedades mais propensas ao conflito, o que oferece um espaço interessante para associações entre política e economia.

Um terceiro resultado relevante é a simetria de configurações de equilíbrio para ser encontrada em um contexto de agentes idênticos. Um certo nível de provisão do bem público seria compatível com diversas posições de equilíbrio que seriam distinguíveis somente com respeito à distribuição das dotações, ou com respeito a quem efetivamente está pagando pelo bem público. Em nosso caso isto significaria que um equilíbrio inflacionário seria compatível com diversas possíveis configurações de distribuição da renda dependendo de quem assume o papel de franco-atirador. Essa indeterminação básica leva a dúvidas quanto à noção

comumente observada de "alinhamento" de preços relativos e rendas.

15.3 . Um modelo simples

15.3.1) Comportamento "otimizador"

Uma maneira interessante, e bastante simples, de se considerar as possíveis ligações entre decisões individuais otimizadoras relativas à fixação (reajustes) de preços e salários e as conseqüências (as externalidades) macroeconômicas dessas decisões, especialmente no tocante à determinação da taxa de inflação, é simplesmente a de se escreverem funções de utilidade individuais onde se considera explicitamente a influência negativa da inflação. É natural, contudo, que se pense na inflação, no contexto de decisões de agentes individuais, como uma variável exógena, implicitamente se aceitando que os comportamentos individuais são insignificantes para afetar a própria inflação. É claro que isto nem sempre é o caso, uma vez que, por um lado, no caso de grandes federações sindicais, por exemplo, as decisões quanto a reajustes de salários e repasses de preços podem ter efeitos claros sobre a inflação e com freqüência são considerados no cálculo dos reajustes e repasses. Por outro lado, a exogeneidade da inflação claramente não se observa quando se toma o conjunto de agentes insignificantes, rompendo-se assim o isolamento entre micro e macroeconomia.

Para observar esses paradoxos podemos considerar que as decisões individuais acerca de rejustes desejados de preços e salários são baseadas em funções objetivo individuais tais como:

$$U_i = U_i\,(R\,,\,\pi) = U_i\,[R\,(P),\,\pi(P)]\quad,\quad U_R>0\,,\,U\pi<0 \tag{1}$$

onde R se refere à renda real do agente i, P à taxa de crescimento (o reajuste) do preço da mercadoria que o agente i dispõe para vender — o que pode ser a sua "força de trabalho" — e π à taxa de inflação. A função objetivo é positiva em R — e também em P — e negativa em π, que se

assume representar uma inconveniência em si. Note-se que o preço P tem certa influência sobre a taxa de inflação através da função $\pi(P)$, que mostra na verdade o "peso" do preço P sobre o índice geral de preços. Assim sendo, para:

$$\pi_t = \Sigma\beta_i P_i \qquad \Sigma\beta_i = 1 \qquad (2)$$

então teremos simplesmente que $\pi(P) = \beta$.

A função R (P) relaciona, se estamos tratando de uma firma, o preço praticado e o lucro — o que depende de fatores estruturais e de conjecturas acerca dos comportamentos de concorrentes em mercados específicos — e no caso de um trabalhador, ou sindicato, P seria o salário e a função R (P) incluiria uma probabilidade de desemprego individual ou para os membros do sindicato. É fácil perceber que esta função R (P) procura indicar a presença de um "freio" de natureza caracteristicamente microeconômica, a aumentos explosivos de preços. Uma maneira, ainda que rudimentar, de traduzir esta limitação, é através da especificação de uma forma funcional específica para a função objetivo em questão:

$$U_t = V(P) - H(P) \qquad (3)$$

A função-objetivo expressa pela equação (3) é semelhante a proposta por Simonsen (1988, p. 22) em um contexto semelhante. V(.) é estritamente côncava ($V_p>0$ e $V_{pp}<0$) e H(.) estritamente convexa ($H_\pi>0$ e $H_{\pi\pi}>0$).

Ao maximizar a função objetivo em (3) sujeito à equação (2) obtém-se a condição de primeira ordem expressa por:[265]

$$V_p(P) - \beta . H_\pi(\pi) \qquad (4)$$

A equação (4) diz que modificações nos reajustes de preço P afetam a renda real do agente, assim variando sua

[265] As condições de segunda ordem são facilmente satisfeitas em vista das hipóteses sobre V(.) e H(.) ou seja: $V_{pp} < 0$, $H_{\pi\pi} < 0$.

utilidade, e que essas variações devem ser iguais, na margem, àquelas produzidas pela desutilidade gerada pela inflação causada pelas variações em P. Note-se que neste contexto existem dois tipos de "freios" a aumentos explosivos nos preços. O primeiro é referente à concavidade da função V(.) e procura expressar as limitações microeconômicas a aumentos de preços ligados à função R (P). O segundo, que é macroeconômico, se refere ao fato de que o agente gera inflação ao elevar P mas com um peso dado por β. É fácil ver que o freio macroeconômico faz pouco sentido em se tratando de agentes individuais, embora faça todo sentido se estamos tratando de uma economia composta de um único agente. As situações intermediárias entre estes dois extremos oferecem, contudo, diversas possibilidades de interesse.

É interessante observar, em primeiro lugar, como se modifica a decisão quanto a P quando varia o parâmetro β. Para tanto basta diferenciar (4), o que gera:

$$\frac{\Delta P}{\Delta \beta} = \frac{(H_{\pi} + \beta . P.H_{\pi\pi})}{(V_{\pi\pi} - \beta^2 . H_{\pi\pi})} \qquad (5)$$

Note-se que o sinal de (5) é negativo em função das hipóteses sobre V(.) e H(.). Este é um resultado significativo, pois indica que o agente deverá implementar reajustes de preços menores quanto maior for o seu peso sobre o índice de preços. Para o caso de agentes insignificantemente pequenos, ou seja, quando β se aproxima de zero, é fácil ver que a equação (4) se reduz a:

$$V_p \ (P) = 0 \qquad (6)$$

o que se observa para P tendendo a infinito. Ou seja agentes "marginais" fixarão seus aumentos de salário tão alto quanto possível. Isto é uma óbvia simplificação, e se deve exatamento ao fato de que a função R(P), expressando as condições de concorrência em cada mercado, foi ignorada. É claro que ao considerá-la traríamos uma série de novos problemas

e o resultado não necessariamente alteraria nossos resultados.

No outro extremo, para $\beta=1$, i. e., a economia é, na verdade, uma economia de um único agente, a equação (4) se torna:

$$V_p(P) = H_\pi(P) \tag{7}$$

o que se observa para $\pi_t = P = 0$. Neste caso, quaisquer aumentos no preço P seriam inteiramente transformados em inflação, pois tudo se passa como se Robinson Crusoé percebesse que não faz sentido algum tentar correr na frente de uma inflação que é criada pelo seu próprio ato de correr; ele naturalmente não verá razão para continuar com um procedimento que somente resulta em cansaço. A existência de inflação em uma economia de um único agente não faz sentido algum, de modo que não é nada surpreendente que a inflação possa ser facilmente eliminada em uma economia como esta, onde o "público" é racional.

15.3.2 Um caso especial

Uma extensão interessante a partir desta estrutura básica pode se obter reescrevendo a equação (2) da seguinte forma:

$$\pi_t = \beta . P + (1-\beta).\pi_{t-1} \tag{2A}$$

A equação (2A) trata o "resto da economia" como uma coalisão responsável por uma proporção $(1 - \beta)$ do índice de preços e que tem os seus reajustes de preço (salário) dados por uma uma certa taxa, que vamos designar por π_{t-1}. Isto poderia ser devido, por exemplo, à existência de contratos indexados assegurando aumentos de preço (salário) iguais à inflação passada. Poderíamos alternativamente pensar em uma economia com contratos salariais superpostos, de forma que π_{t-1} poderia ser pensado como as expectativas de inflação de algum ponto no passado embutidas nos contratos em vigor,

e β como a proporção de contratos abertos para renegociação no momento presente. Outra interpretação interessante seria a de considerar que setores que respondem de peso igual a $(1-\beta)$ sobre a taxa de inflação têm os seus reajustes pré-fixados a uma determinada "meta" (π_{t-1}) por controles de preços. Nos casos recentes de congelamentos de preços pode-se pensar nessa meta como algo próximo de zero.[266]

Ao considerarmos as condições de primeira ordem dadas por (4) e a expressão (2A) é possível gerar uma relação entre P e a "meta" (π_{t-1}) . Para tanto, no entanto, devemos considerar uma forma funcional mais específica como:

$$Ui = \hat{P}^{a} . \pi^{-b} \qquad a,b>0 \text{ e } b>a \tag{3A}$$

a partir da qual é possível reescrever as condições de primeira ordem como:

$$\hat{P} = [(1 - \beta)/\beta)] . [a/(b-a)] . \pi_{t-1} \tag{8}$$

A partir de (8) se obtém a relação entre a inflação corrente e "passada" como função do tamanho do setor "controlado" ou "indexado", ou uma relação entre a meta de inflação do setor sujeito a controles de preço e os setores "livres":

$$\pi_{t} = (1 - \beta) . [b/b-a] . \pi_{t-1} \tag{9}$$

A equação (9) não deve ser vista como uma teoria de inflação, mas como uma descrição do processo de "reverberação" que se observa a partir de um nível de inflação "básico", seja este dado pela inflação passada, ou pela meta estabelecida pelos controles de preços. É importante notar

---

[265] Ainda outra possibilidade seria identificar π_{t-1} como a inflação internacional, ou com a depreciação cambial causada por um choque externo; neste caso β seria o "tamanho" do setor de bens não-comercializáveis e $1-\beta$ uma medida do grau de abertura da economia. Neste caso a interação estratégica seria relevante para determinar o grau de "reverberação" de um choque externo.

que se os choques que criaram inflação no passsado ainda persistem, sua influência se adiciona à inflação criada através do mecanismo descrito acima.

Note-se também que podemos interpretar a equação (9) como a relação entre a inflação observada no setor onde o congelamento de preços não é eficaz e a regra de reajustes de preço no setor controlado, que no caso de congelamentos é de reajustes nulos. Como os reajustes praticados pela coalisão β são diferentes da "meta" é fácil perceber que a equação (9) fornece indicações quanto a mudanças de preços relativos que se observam naturalmente ao longo de um processo inflacionário e de modo muitas vezes dramático durante experiências de estabilização centradas em controles de preços.

15.4 Os Efeitos da Interdependência

Os efeitos advindos da interdependência, e em particular de posturas não cooperativas da parte dos agentes econômicos, facilmente se sobrepõe à estrutura analítica básica examinada na seção anterior, que explorou as implicações do "peso" de um agente — ou entidade — econômico individual em um contexto muito simples. A fim de considerar os efeitos da interdependência, convém considerar em primeiro lugar a existência de dois agentes, com funções objetivo tais como a da seção anterior:

$$U_i = U_i\,[R_i\,(P_i),\ \pi(P_i, P_j)] = V(P_i) - H\,(\pi) \qquad (10)$$

$$U_j = U_j\,[R_j\,(P_j),\ \pi(P_i, P_j)] = V(P_j) - H\,(\pi) \qquad (11)$$

onde as funções V(.) e H(.) têm as mesmas propriedades que se atribuiu à equação (3), isto é, V(.) é estritamente côncava ($V_p>0$ e $V_{pp}<0$) e H(.) estritamente convexa ($H_\pi>0$ e $H_{\pi\pi}>0$).

Note-se que, para o caso de dois agentes "livres" e um segmento "controlado" ou "indexado" na economia, podemos escrever a taxa de inflação como:

$$\pi_t = \alpha_i.P_i + \alpha_j.P_j + r\text{-}\pi_{t-1} \qquad (12)$$

De modo a estabelecer um elo -com o modelo da seção anterior, assim enfatizando de modo claro os efeitos da interdependência, é interessante fazer $r=1-\beta$. Na verdade tudo se passa como se transformássemos o agente da seção anterior em dois, cujo peso conjunto sobre o índice de inflação seria exatamente igual ao do agente original, ou seja $a_i + a_j = \beta$. Dessa forma, ao mostrar que a inflação que resulta da interação entre os dois agentes é maior do que a que resultaria se eles fossem um só, estamos na verdade mostrando que o equilíbrio de Nash é inferior ao da seção anterior.

Considerando funções de utilidade idênticas para ambos os agentes, maximizando (10) e (11) sujeito a (12) nos dá:[267]

$$V_p(P_i) = \alpha_i \cdot H_\pi(\pi) \qquad (13)$$

$$V_p(P_j) = \alpha_j \cdot H_\pi(\pi) \qquad (14)$$

Há pelo menos dois resultados de interesse a extrair de (13) e (14): (i) a influência do número de agentes sobre o grau de subotimalidade subjacente ao equilíbrio de Nash, isto é, sobre a taxa de inflação; e (ii) a estrutura de incentivos associados à formação de grupos e coalisões distributivas, que afeta de modo fundamental a disposição dos agentes a aderir a planos de estabilização ou a atuar como franco atiradores. As duas subseções que se seguem tratam de cada um desses temas.

15.4.1 Inflação e o "tamanho" da economia

Considere uma situação onde existem n agentes com idênticas funções-objetivo e de mesmo peso sobre o índice de inflação. A condição de primeira ordem para o agente representativo pode ser escrita como:

[267] Considera-se aí $V_p = (\delta V/\delta Ri).(\delta R/\delta Pi)$.

$$V_p(P) = \alpha \cdot H_\pi(\alpha \cdot n \cdot P + (1-\beta) \cdot \pi_{t-1}) \qquad (14)$$

Em seguida, de modo a examinar o efeito do número de agentes sobre a decisão ótima quanto a P, vamos diferenciar (14) mas mantendo constante o tamanho do setor "controlado" ou "indexado", ou seja, mantendo $r=1-\beta$ constante. Isto na verdade implica se manter constante o produto å.n , como é fácil perceber através do segundo membro da equação (14). Assim se obtém a seguinte expressão:

$$\frac{\Delta P}{\Delta n} = \frac{-\alpha . H\pi}{n . (V_{pp} - \alpha^2 . n . H_{\pi\pi})} \qquad (15)$$

cujo sinal é positivo, indicando que quanto maior o número de agentes se comportando de forma não cooperativa — tomando como dado o tamanho do setor "controlado" ou "indexado" — maior será o reajuste de preço praticado pelo agente representativo, portanto maior será a taxa de inflação. Assim sendo pode-se dizer que, *ceteris paribus*, quanto mais atomizada, ou menos "organizada" a economia se torna, maior deverá ser o número de agentes atuando não cooperativamente e portanto mais forte seria mecanismo através do qual a inflação passada se tranformaria em inflação corrente, ou maiores as repercussões inflacionárias da interação entre os setores não atingidos por um congelamento ou pre-fixação de preços.

Note-se que há dois fenômenos que não devem ser confundidos: (i) a interação não cooperativa de diversos agentes para um dado "tamanho" do setor "controlado", e (ii) modificações no "tamanho" do setor "controlado" para uma dada configuração de interesses organizados. No primeiro caso, medidas de política e/ou instituições que favoreçam a organização dos interesses econômicos — um aumento na federalização sindical, ou simplesmente no grau de adesão a grupos organizados — funcionam como uma "redução no número" de agentes interagindo de forma não cooperativa, e dessa maneira menores *ceteris paribus* as conseqüências in-

flacionárias da interação estratégica dos agentes fora do congelamento ou da pré-fixação. Em se tratando de (ii), é fácil ver que variações no grau de sindicalização, na propensão para se adotar indexação, ou na eficácia dos controles de preços, funcionam como variações no parâmetro β no modelo da seção anterior. O ponto importante a ressaltar é que a inércia, ou meta para a taxa de inflação, é magnificada pela introdução de interdependência. Note-se que o grau de disseminação de indexação, ou a grau de dessincronização dos contratos, não são as únicas fonte de inércia, tal como na seção anterior. A interdependência pode multiplicar muitas vezes um nível básico de inflação contido na memória dos contratos.

15.4.2 Incentivos para a adesão

Para se observar os incentivos envolvidos nas decisões dos indivíduos quanto a se tornarem membros de diferentes coalisões ou sindicatos, aí compreendendo as decisões do trabalhador individual de entrar ou não para uma coalisão ou sindicato, e da parte destes últimos no sentido de ampliar seu quadro de associados, convém retornar às equações (13) e (14) considerando dois agentes de pesos diferentes sobre o índice de inflação, isto é, $\alpha_i \neq \alpha_j$. Nesse caso (13) e (14) podem ser combinadas em:

$$\frac{V_p(P_i)}{\alpha_i} = \frac{V_p(P_j)}{\alpha_j} \qquad (16)$$

Através da equação (16) pode-se observar que um aumento em a_i, isto é, o crescimento da coalisão a_i, mantendo-se constante o tamanho do grupo rival a_j, há de ser compensado por uma redução em P_i (lembrar que $V_p<0$).[268] Ou seja quanto maior o grupo a_i, em termos de seu peso no

[268] Note-se que o mesmo efeito se observa, e de fórma ainda mais clara, se a_i aumenta em detrimento de a_j, isto é, se $(1-\beta)$ permanece constante.

índice de preços, menor deverá ser o reajuste de preço praticado pelo grupo. Os incentivos envolvidos funcionam de modo perverso: os indivíduos deverão preferir entrar para sindicatos menores, pois estes praticam reajustes mais "irresponsáveis" e estes, por seu turno, deverão preferir não crescer, pois crescendo teriam de praticar menores reajustes. Isto é muito claramente observado em se tratando da decisão de um trabalhador individual sobre se entra ou não para um determinado grupo. Uma vez que a sua decisão tem pouco ou nenhum impacto sobre a taxa de inflação, tudo que ele precisa observar é se a regra salarial desta coalisão seria melhor do que a regra ótima que ele próprio praticaria ao se tornar um "franco-atirador", i. e., quando ele forma uma coalisão de tamanho zero. Observa-se facilmente que indivíduos ou grupos de tamanho desprezível não terão nenhum incentivo para pertencer a qualquer outro grupo maior, pois a regra salarial "franco-atiradora" seria sempre superior.[269] Da mesma forma, aqueles que já pertencem a grupos determinados terão um claro incentivo para deixá-los, assim como os membros que permenecem na coalisão preferem que o grupo reduza sempre mais o seu tamanho. As coalisões e grupos organizados parecem enfrentar uma tendência natural à autodissolução.

Essa tendência autodestruidora de coalisões destinadas a se prover um bem público reproduz de forma clara as conclusões do estudo clássico de Olson (1965), e adquire grande importância para a interpretação das tensões envolvidas na prática da política de estabilização. É interessante notar que, diante dos incentivos acima discutidos para a formação de grupos, Olson explica a existência de grupos organizados através de fatores como coerção e a posse, por parte do grupo, de

---

[269] Em termos práticos, haveria limites impostos pelas configurações específicas de cada mercado, conforme observado acima. A noção de que não existe qualquer espécie de moderação salarial no comportamento franco-atirador apenas se relaciona com a idéia de moderação *determinada* pelo interesse coletivo.

uma "mercadoria privada" do consumo da qual se pode excluir os franco atiradores.[270] Na verdade, ambos os fatores se tornam importantes no contexto da problemática da estabilização, na medida em que o governo se utiliza de seu vasto aparato regulatório não só no sentido de elevar o grau de adesão a uma iniciativa de estabilização — tipicamente através do uso de controles de preços, mas também para punir franco-atiradores através de restrições ao acesso a subsídios e incentivos fiscais.

15.5 Estabilização: problemas de implementação

A estabilização envolve um complexo problema de implementação, que passa pela criação de incentivos para a adesão, e que é mediada de forma fundamental pela organização institucional da sociedade. Tem sido comum, principalmente para as economias da área da OECD, a associação empírica entre o sucesso de iniciativas de estabilização e características institucionais típicas de sociedades corporativistas: o grau de participação, representatividade, tamanho médio, e federalização dos sindicatos e associações de trabalhadores e também de empresários,[271] a cobertura ou o grau de indexação formal e informal, o grau de sincronização dos contratos salariais, o tamanho médio dos contratos, o grau de abertura da economia, e também, no contexto das estabilizações recentes, a eficácia dos "pactos sociais" ou controles de preços. Colin Crouch (1985) observa uma associação entre graus de "corporatismo",[272] e níveis de conflito industrial (medido pela incidência de greves), e diferenças com respeito ao impacto inflacionário dos choques ex-

[270] Veja-se M. Olson (1965, pp. 132-141).

[271] Para uma discussão, veja-se A. Romanis (1967, pp. 173-175), A. Romanis-Braun (1975, pp. 12-13) e M. Bruno & J. Sachs (1985, p. 222).

[272] Que ele associou com índices de "centralização organizacional" com o caráter das instituições, ligadas às negociações coletivas e com o grau de sindicalização. Crouch oferece uma interessante discussão sobre a caracterização empírica do grau de corporatismo. Cf. C. Crouch (1985). Veja-se também E. Taranteli (1983).

ternos nos anos 70. Na mesma linha, John McCallum (1983) estimou um modelo no qual a velocidade com que os salários se ajustam em resposta a choques depende do grau de "consenso social", que ele aproximou empiricamente usando um indicador de incidência de greves. A evidência que ele produz é, de acordo com o próprio autor, "dramaticamente consistente com a hipótese que o grau de consenso social ... foi o fator chave para explicar as diferenças de taxa de inflação entre países nos anos 70" (p. 802).[273] Bruno e Sachs sugerem que uma parte importante da explicação para diferentes desempenhos econômicos na área da OECD a partir de 1973 seria relacionada com dois tipos de características "estruturais" dos mercados de trabalho, a saber, o grau de corporatismo e o que eles chamaram de velocidade de resposta do salário nominal. Bruno e Sachs fornecem indicadores quantitativos para o desempenho econômico geral para os países da OECD durante os anos 70, e demonstram a existência de significativas correlações entre esses indicadores e aqueles associados o grau de corporatismo e à velocidade de resposta do salário nominal (cap. 11).

Há, no entanto, uma limitação muito óbvia às hipóteses que orientam o trabalho desses autores: é muito provável que a "organização" dos interesses econômicos, em vez de aumentar a consciência social sobre os efeitos de comportamentos individuais egoístas sobre a inflação, pode muito bem elevar a propensão ao conflito, desse modo fortalecendo, ao invés de moderar, as "incompatibilidades" que produzem inflação. Ainda que a hipótese de que agentes "grandes" mostrariam preocupações acerca das conseqüências macroeconômicas de seus atos, possa ser bastante bem documentada em se tratando de economias da OECD,[274] é provável que este não seja o caso

[273] Crouch reconcilia esses resultados com os seus sugerindo que "onde há consenso social (o que pode ser assegurado por instituições corporatistas) haverá uma relativamente rápida adaptação do salário real ao desenvolvimentos econômicos, e portanto menos inflação. Cf. Crouch (1985, p. 125).
[274] Por exemplo, A. Romanis (1967, p. 172 e 1975, p. 2). C. Crouch (1985, p. 107), M. Olson (1982, p. 48) e L. Calmfords (1985, p. 329).

em se tratando da América Latina. O comportamento dos grandes sindicatos pode ser governado por toda sorte de considerações, e pode facilmente se tornar marcadamente "egoísta".[275] Assim sendo, é importante observar que, *ceteris paribus*, quanto mais "corporatista" uma economia é, mais fácil se torna implementar iniciativas de estabilização envolvendo coordenação de políticas de salários e preços, e conseqüentemente mais prováveis seriam os deslocamentos "administrados" na curva Phillips. Mas se essas políticas são de fato implementadas, assim como o grau de adesão com o qual elas contam, é algo intimamente associado com condições políticas particulares, e estas podem ou não ser favoráveis. É preciso cautela, portanto, ao trazer para o contexto latino-americano a associação "européia" entre corporatismo e inflação.[276]

Tomando, no entanto, uma amostra de países latino-americanos, a associação entre corporatismo e inércia parece fazer mais sentido. A inércia inflacionária poderia ser tentativamente medida durante um certo período, por exemplo, através de uma medida "normalizada" de dispersão da inflação (o coeficiente de variação, por exemplo), ou por um coeficiente de correlação entre a inflação corrente e passada. Para a primeira, valores baixos indicariam maior inércia, enquanto que para a segunda o inverso seria verdadeiro. Ambas as medidas para os países do Cone Sul e para o Brasil são mostradas abaixo:[277]

---

[275] É mais comum, no contexto latino-americano, que se pense em uma associação *positiva* entre militância sindical e inflação.

[276] Os autores que estudaram a OECD tinham uma amostra homogênea de países industriais; a inclusão de um país como a Argentina, por exemplo, para a qual poderíamos associar um grau de corporatismo "europeu", um elevado grau de sincronização dos contratos salariais, baixos graus de indexação formal e uma taxa de inflação muito mais alta do que a média da OECD (Mc Callum, por exemplo, rodou suas regressões *cross section* para 1971-72, quando sua amostra registrou uma inflação média de cerca de 10%. Durante estes anos a inflação Argentina atingiu uma média de 47%), poderia prejudicar as conclusões desses autores, e deixar claros mais uma vez os perigos envolvidos em comparações entre países.

[277] O período considerado foi 1948-1979. Os dados foram retirados de J. W. Wilkie (ed.) (1983, pp. 340-348).

	Argentina	Brasil	Chile	Uruguai
Coeficiente de variação	163,8	67,8	156,0	89,9
Coeficiente de correlação	0,57	0,85	0,80	0,68

As duas medidas apontam inequivocamente a Argentina como o país com o mais baixo grau de inércia, o Brasil possuindo o mais alto; a posição de Chile e Uruguai é intermediária. Sabidamente a Argentina é, dentre esses países, aquele mais sindicalizado, aquele onde os sindicatos são mais centralizados, aquele com menores percentagens de população empregada no setor informal ou abaixo da linha de pobreza. O Brasil se comporta de modo exatamente oposto em cada um destes atributos. A Argentina tem certamente a economia mais "organizada", e é o país com o menor grau de inércia, enquanto o Brasil é a menos "organizado" e aquele com mais inércia; isto parece consistente com nossos resultados.[278]

Uma leitura mais "histórica" da experiência desses países com políticas de estabilização durante esses anos, 1948-1979, parece confirmar essas impressões. É de fato na Argentina que se observam os mais espectaculares episódios de disinflação súbita baseados movimentos coordenados (e negociados) de salários e preços.[279] Em geral esses sucessos tiveram curta duração, o que a maior parte dos estudiosos atribui ao fato de que os programas não se detiveram em "fundamentos", sejam estes o que forem. O interessante a observar é que esta capacidade para promover esquemas de coordenação para preços e salários não se encontra com facilidade em

[278] Todos esses indicadores podem ser encontrados em J. W. Wilkie (1983, pp. 175. 187) and F. Zapata (1970, p. 382).

[279] Em 1952-53 a inflação foi reduzida de 38,1% para 4,3%; em 1959-60, de 113,9% para 27,1% e novamente em 1967-68, a inflação foi reduzida de 20,6% para 3,9%, em todos esses casos em função de esquemas combinando acordos salariais abrangentes e controles de preços. Cf. R. D. Mallon e J. V. Sourrouille (1975, pp. 9-25 *passim*). J.C. de Pablo (1974, p. 177 *passim*). Novamente, em 1973-74, um "pacto social" foi implementado e manteve preços estáveis durante aproximadamente um ano. G. di Tella (1979).

outros países. No Brasil, por exemplo, só houve um plano de estabilização digno desse nome durante o período 1948-1979, e mesmo assim o esquema de coordenação responsável pelo seu sucesso era, na verdade, tal como no Chile após 1974,[280] a tentativa de um regime autoritário de destruir, ou subjugar, a estrutura sindical, e de impor metas para reajustes salariais que terminaram resultando em gigantescas perdas salariais. O problema de coordenação de decisões de preços e salários é de fato resolvido na medida em que os assalariados são forçados a "se adiantar" tendo seus salários reajustados segundo as metas estabelecidas pelo governo. Os esquemas de controle de preço que se implementaram não foram nem voluntários nem restritivos,[281] de modo que esta "política de rendas"[282] foi, na verdade, bastante viesada.

Mais recentemente, os planos "heterodoxos" (Plano Austral na Argentina, o Inti no Peru e o Cruzado e Plano Bresser no Brasil) todos conseguem drásticas reduções na taxa de inflação em seus momentos iniciais à custa de controles de preços e salários.[283] Esses planos devem ser vistos menos como "pactos sociais" do que como soluções coercitivas no sentido de Olson para o problema de coordenação discutido neste ensaio. Controles de preço apoiados por sanções graves aos faltosos caracterizam, sem dúvida, uma solução "coercitiva", que substitui uma solução negociada, ou algum tipo de acordo abrangente ou pacto social, que se revelou de impossível implementação.

Comportamentos do tipo "franco-atirador" são desde o início muito claramente observados em setores para os quais os respectivos congelamentos de preços não eram efetivos. Na Argentina, por exemplo, durante a vigência do primeiro congelamento, de julho de 1985 a março de 1986, os preços das verduras frescas, da carne e dos serviços pessoais aumen-

---

[280] Veja-se A. Foxley (1983).

[281] Veja-se P. Bodin de Moraes (1986).

[282] O termo é utilizado neste contexto por R. Dornsbush & M. H. Simonsen (1986) talvez de uma forma muito apropriada.

[283] Veja-se R. Fremkel e J. M. Fanelli (1986); G. H. B. Franco (1986).

tam 168%, 57%, e 41,5% respectivamente, sendo que o IPC aumenta em apenas 24%.[284] Não basta observar que estes são mercados *flexprice* no sentido de J. Hicks (1974, cap. 1), uma vez que esse comportamento não parece motivado por problemas de oferta e demanda nesses mercados particulares. É talvez mais significativo observar-se que estes são setores onde prevalece ao menos uma das seguintes características: um padrão de oferta atomizada, diferenciação de produto, ou altos custos de se trocar de produto (tipicamente serviços médicos). Nessas condições, esses preços simplesmente não são atingidos pelo congelamento, e o que se observa é nada menos que o comportamento franco-atirador mencionado na seção anterior. É interessante observar que a presença de desequilíbrios de preços relativos a favor de setores *flexprice*-franco-atiradores é observada em inúmeras experiência conhecidas com congelamento de preços, conforme cuidadosamente documentado recentemente.[285] No Brasil, durante o Plano Cruzado, o mesmo fenômeno se observa em especial com respeito aos itens vestuário e habitação (especialmente aluguéis novos) do índice geral de preços, e de forma ainda mais significativa nos salários dos trabalhadores do setor informal, ou seja, trabalhadores sem carteira assinada e por conta própria, cujos rendimentos reais aumentaram 49.9% e 80.1% respectivamente, enquanto que os salários reais no setor formal cresceram 16.4%.[286]

---

[284] O. Caino (1987, p. 14).

[285] Veja-se A. Espejo (1988, cap.5).

[286] J. M. Camargo & C. A. Ramos (1988, p. 73c).

16. Inflação e preços relativos no Plano Collor 1[287] (com Edward J. Amadeo)

16.1 Introdução

O fim de uma grande inflação vem sempre acompanhado de uma ressaca inflacionária ou de uma inflação residual resultante de ajustes de preços relativos. Estes, por sua vez, decorrem de desequilíbrios macroeconômicos ou de alguma forma de desalinhamento prévio induzido pela ação do governo ou, simplesmente, porque o comportamento dos agentes no tocante à formação de preços não é insensível ao nível da inflação. Seja como for, essas alterações de preços relativos têm efeitos sobre a inflação tanto diretos quanto através da propagação desses via indexação. Na verdade, esse tipo de inflação é muito conhecido entre nós com o nome de inflação estrutural, e muito já foi escrito sobre o assunto. Era comum nos cursos de economia, por exemplo, que se exaltassem as dificuldades de combate a esse tipo de inflação através de políticas ortodoxas, identificadas, em outra época, com as visões do FMI. Não deixa de ser paradoxal que o governo esteja hoje fazendo justamente isso e com ampla aprovação dos economistas.

Duas variedades distintas de mudanças de preços relativos podem ser identificadas nos últimos meses: a primeira refere-se ao que chamamos de macropreços (salários, câmbio, preços industriais e preços ao consumidor), e a segunda aos micropreços, isto é, os preços relativos no interior do IPC. As duas seções que se seguem tratam, respectivamente, do comportamento dos macropreços e dos micropreços.

---

[287] *Originalmente publicado na* Revista Brasileira de Economia *45 (4) dezembro de 1991 depois reproduzido em Nali J. de Souza (ed.)* A economia da inflação, *Porto Alegre, Editora da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1992 (aqui em versão reduzida).*

16.1 O comportamento dos macropreços

A evolução dos macropreços entre maio e agosto de 1990, mostrada na Tabela 17.1, revela diversos fatos importantes e que não têm sido devidamente considerados no atual debate sobre a volta da inflação durante o Plano Collor. Em primeiro lugar nota-se que a inflação dos preços industriais no atacado (IPAi) tem sido menor que o crescimento dos salários pagos no âmbito da Fiesp, da taxa de câmbio e do IPC (Fipe). Este fenômeno deve ser visto como a reversão do movimento defensivo de sobreindexação de preços industriais ou de formação de gorduras nas margens de lucro, nos meses que precederam a posse do novo Governo. De fato, durante a hiperinflação (entre setembro de 1989 e março de 1990), o IPAi cresceu quase sempre à frente dos demais macropreços adicionando combustível ao braseiro da hiperinflação. Em contrapartida, o que se observa desde maio é a queima das gorduras previamente acumuladas e o retorno paulatino dos macropreços a níveis próximos aos observados em 1989.

Tabela 16.1: Macropreços (taxas de variação média mensal)

1990	IPA-Indust.	Câmbio	Salários#	Energia	IPC-Fipe
janeiro	75,2	54,6	52,0	59,3	74,5
fevereiro	74,2	65,3	63,0	82,3	70,2
março	81,4	59,5	73,3	127,8	79,1
abril	8,2	26,7	-3,8	13,3	20,2
maio	1,5	9,2	3,8	0	8,5
junho	5,0	9,5	17,9	0	11,7
julho	8,2	16,5	25,6	0	11,3
agosto	11,7	7,0	14,3	-	11,8

salário nominal médio Fiesp.
Fontes: FGV, Fipe, Fiesp

Com relação aos salários, note-se que, desde maio, o salário nominal médio no âmbito da Fiesp vem crescendo

mais que o IPC-Fipe e que o IPA industrial. O crescimento mensal do salário real que daí decorre não deve ser interpretado como o resultado de comportamento irresponsável ou abusivo dos sindicatos como procuram argumentar alguns analistas, mas como um reflexo da sua intenção de recuperar as perdas geradas principalmente durante a hiperinflação. Reflete também o interesse das empresas em reduzir o grau de conflito trabalhista em um momento de instabilidade. A existência de gorduras previamente acumuladas nas margens de lucro facilitou enormemente a absorção da recuperação observada nos salários, reais. As perdas salariais definidas pela relação entre o salário real na Fiesp nos mesmos meses de 1990 e 1989, que eram da ordem de 20 a 25% em abril e maio deste ano, reduziram-se ao longo dos meses que se seguiram para algo na casa dos 10%. Tudo indica, portanto, que no âmbito da Fiesp pelo menos, as perdas salariais estão se dissipando.

Em resumo, as mudanças de preços relativos na área dos macropreços não geraram pressões inflacionárias até agosto, pois o IPAi cresceu sistematicamente abaixo dos salários e do câmbio, ou seja, os reajustes nesses preços foram parcialmente absorvidos pela compressão significativa das margens de lucros. Note-se, entretanto, que as perspectivas para o futuro são incertas, pois embora haja indicações de que o grosso das mudanças dos preços relativos já tenha ocorrido, resta ainda algum grau de defasagem de salários e câmbio (e possivelmente tarifas públicas) relativamente aos níveis de 1989, cuja correção talvez não possa se dar nos moldes dos últimos meses, vale dizer, através da compressão das margens de lucro.

Por último é preciso deixar claro que esses fatos contradizem a interpretação oficial sobre a retomada da inflação segundo a qual ela se deve à ação deletéria dos oligopólios na indústria, que teriam resistido à redução das margens de lucro. Essa interpretação equivocada não só prejudica o esforço de estabilização porque simplesmente erra o alvo e confunde a sociedade (corre-se o risco da caça aos oligopólios se

tornar uma nova versão da caça ao boi gordo), como também resulta ser uma lamentável deturpação da tentativa de se construir uma política de competição (antitruste) livre da cultura do falecido CIP.

16.3 O comportamento dos micropreços

Mudanças de preços relativos de diferentes ordens puderam ser observadas nos primeiros meses do Plano Collor, várias das quais envolvendo componentes específicos dos índices de preços no consumidor. Essas mudanças, em grande medida responsáveis pelo retorno da inflação após o choque de 15 de março, devem ser entendidas a partir de uma percepção adequada do modo como a inflação afeta o processo de determinação de preços de bens e serviços diferenciados, bem como do peso da regulação governamental sobre os aluguéis.

As mudanças de preços relativos "no interior" do IPC-Fipe são perceptíveis através do comportamento dos itens vestuário, aluguéis e serviços, *vis-à-vis* o restante dos componentes do índice. Os primeiros acumularam cerca de 140% de inflação durante o período de março a agosto e, apesar de seu reduzido peso no índice (17,3%), foram responsáveis por cerca de 2/3 da variação total do índice. Não fora o comportamento desses itens, a inflação acumulada teria sido pouco menos que 20% nesse período. As razões para esse comportamento tão diferenciado dos itens do IPC não têm sido bem entendidas.

Mudanças de tal magnitude nesses preços relativos sinalizam mudanças importantes no *modus operandi* dos mercados onde esses bens e serviços são transacionados e, ademais, refletem problemas de oferta, como é bastante evidente em se tratando dos aluguéis.

O principal argumento aqui é que uma taxa de inflação elevada e com tendência ascendente afeta o processo de formação de preços em alguns mercados. A enorme dispersão de preços que acompanha a aceleração da inflação torna

o "conteúdo de informação" embutido nos preços (especialmente de mercadorias diferenciadas) muito precário, e com isso estimula a atividade de busca ("pechincha") dos agentes, modificando as elasticidades de demanda e fazendo cair os seus preços reais (isto é, relativamente ao índice médio de preços).

Em um contexto em que a incerteza inflacionária gere custos para os agentes decorrentes de flutuações no seu *cash-flow*, os produtores se sentem propensos a oferecer preços mais favoráveis a clientes que mantenham relações estáveis de fornecimento e freguesia. Assim, na medida em que a inflação se acelera, observa-se uma redução nos preços relativos dos produtos cuja característica mais proeminente é a diferenciação. Da mesma forma, a súbita desaceleração da inflação reverte esses mecanismos e gera pressões para uma elevação dos preços relativos dessas mercadorias.

É fundamental que se observe que em todas as experiências mais conhecidas com congelamentos de preços, aí incluindo por certo os três congelamentos brasileiros da era Sarney, bem como episódios de drástica desinflação através da fixação da taxa de câmbio em economias dolarizadas (como nos casos europeus de hiperinflação), esses mesmos padrões de acomodação de preços relativos em vestuário e serviços são observados.

O que se passa com os aluguéis, todavia, deve-se apenas em parte a esses mecanismos, pois é muito importante nessa área a regulação oficial, seja através da Lei do Inquilinato ou do manejo discricionário, por parte do governo, dos valores para os reajustes. A aceleração da inflação nos últimos anos, bem como a postura populista do governo nos momentos de atuação discricionária sobre os reajustes de aluguéis, gerou defasagens enormes para contratos em vigor, e com isso prejudicou bastante a noção de que um imóvel oferece alguma rentabilidade positiva quando alugado. Essa postura gerou dois efeitos perversos: por um lado foi diminuindo a oferta de imóveis para locação e, por outro, resultou numa modificação importante na determinação de

novos aluguéis, que passaram a incorporar, de início, previsões sobre defasagens a serem criadas pela inflação futura. Instalou-se assim um regime pelo qual os novos aluguéis experimentam um *overshooting* de seus níveis reais médios, com óbvios efeitos inflacionários.

Em resumo, a aceleração da inflação após o início da Plano Collor teve origem em mudanças de preços relativos, ou seja, uma origem estrutural, e sob esse prisma deve ser vista. No caso dos macropreços, conforme foi observado na seção anterior, a queima de gorduras nas margens de lucro serviu para aliviar a ressaca inflacionária. No âmbito do IPC, contudo, as mudanças de preços foram absorvidas apenas em parte, pois todos os agentes que "fazem seus preços" (butiques, médicos, dentistas e outros prestadores de serviços), e não têm ilusão monetária, defenderam-se praticando a chamada "indexação informal" e seriam tolos se não o fizessem. Por isso, a interpretação oficial acerca do retorno da inflação, que além dos oligopólios desanca a indexação informal, não ultrapassa os limites da trivialidade.

A partir de setembro, quando as modificações de preços relativos parecem se esgotar, o processo passa a adquirir uma feição inercial. Neste momento cabe refletir sobre a cura da ressaca inflacionária: é possível que doses homeopáticas de recessão não sejam tão eficazes quanto um terapia intensiva na área de políticas de rendas.

17. Análise econômica do Plano Collor 2[288] (com José Serra)

17.1 Introdução

Diante do fracasso do Plano Collor em manter a inflação em níveis baixos o governo procurou retomar a ofensiva através de um novo programa de estabilização, batizado pela opinião pública de Plano Collor 2. Neste momento, a discussão sobre se o novo plano representa um "aprofundamento" ou uma completa descontinuidade em relação ao anterior é relevante apenas no contexto de embates governo-oposições mais do que do ponto de vista da análise de suas condições e limites.

O programa foi proposto através de duas medidas provisórias (MP nºs 244 e 245) que sofreram diversas alterações em seu trâmite pelo Congresso. O que daí resultou pode ser resumido em seis pontos principais:

(i) Preços. Foram congelados aos níveis prevalecentes no dia 30 de janeiro. Embora a medida seja obviamente temporária, a lei confere poderes absolutos ao Ministério da Economia para, a qualquer momento, alterar, prefixar ou mesmo recongelar todos os preços. Além disso, a Lei nº 8178 (resultante da MP nº 245) recria a figura das câmaras setoriais (Art. 23) com o propósito de "analisar a estrutura de custos e preços em setores e cadeias produtivas" e assessorar o Ministério da Economia no "monitoramento da flexibilização de preços". A novidade do arranjo, *vis-à-vis* a farta experiência anterior nessa área, consiste em introduzir representantes dos trabalhadores nessas câmaras. Além disso, promoveu-se um tarifaço que envolve energia elétrica (59,5%), gasolina e álcool (46%), telefone (58,6%) e gás de cozinha (50%).

---

[288] *Texto originalmente publicado na coletânea* O Plano Collor 2, *editada por Clovis de Faro para a editora Ao Livro Técnico. Texto elaborado com informações disponíveis até 15.03.1991.*

(ii) Salários. Os salários são convertidos à média real dos últimos 12 meses incluindo-se no cálculo as eventuais antecipações. Quando o valor obtido for inferior ao de janeiro, prevalecerá este último. O governo estima que, mediante este procedimento, a massa salarial terá um reajuste, em fevereiro, de 25% (mais para algumas categorias, menos para outras). A MP nº 245 previa o congelamento dos salários, inclusive do salário mínimo, até julho, a proibição das antecipações e a unificação das datas-base para julho (com antecipações permitidas apenas em janeiro). As negociações com o Congresso e a consciência de que taxas de inflação significativas ocorreriam logo nos primeiros momentos do plano levaram à introdução de um sistema de abonos e correções (pela cesta básica) para o conjunto dos salários, inclusive o mínimo, e a liberação das antecipações. A unificação das datas-base foi retirada da Lei nº 8178 e foi estabelecido (Art. 13) que até 15 de abril o governo enviará ao Congresso projeto de lei regulamentando a matéria.[289]

Last but not least, o governo conseguiu aprovar no Congresso modificação no texto da sua prória medida provisória (Art. 25 da Lei promulgada) que, na prática, zerou as "perdas" salariais até 1º de março de 1991, livrando-se do risco de reajustes que contemplassem reposições pelo "pico" concedidas pela Justiça do Trabalho. Isso afetará principalmente os sindicatos ligados às empresas estatais.

(iii) Indexação. São extintos os indexadores oficiais (BTN, BTNf e MVR) mas é criada a TR (taxa referencial de juros). A TR remunerará as aplicações financeiras, atualizará os atrasos nos pagamentos de tributos (TRs diárias), bem como o período entre fato gerador e o dia de pagamento dos impostos devidos. Segundo a Lei nº 8177 (derivada de MP nº 244) a TR será calculada pelo BACEN a partir de uma amostra de taxas praticadas em CDBs privados, ou seja taxas

---

[289] Na verdade, ao estabelecer tal unificação, o governo visava, acima de tudo, **adiar** todos os dissídios até julho. Mas a unificação despertou fortes resistências contrárias tanto das entidades empresariais quanto das centrais sindicais (embora, no caso destas últimas, não publicamente).

de juros para papéis pré-fixados que embutem expectativas quanto às taxas de inflação futura. A metodologia de cálculo será definida pelo CMN em um prazo de 60 dias sendo, por enquanto, a TR fixada arbitrariamente pelo BACEN. A TR substituirá o BTN na remuneração das cadernetas de poupança, dos depósitos do FGTS e dos cruzados novos, na correção do passivo das empresas concordatárias e nas prestações devidas ao SFH. Nesse último caso, em se tratando de contratos vinculados ao Plano de Equivalência Salarial, a relação prestação/renda para cada mutuário não poderá exceder à verificada na data da assinatura do contrato. A Lei nº 8177 traz, além disso, dispositivos destinados a desindexar contratos privados em andamento e disciplinar novos contratos.

(iv) Sistema financeiro. Anuncia-se o fim do *overnight* tal como existia, a partir de 1º de março. Serão criados os Fundos de Aplicação Financeira (FAFs), semelhantes aos atuais fundos de curto prazo. Nos FAFs, as taxas de remuneração serão iguais para os aplicadores, havendo diferenças, evidentemente, nas taxas oferecidas por diferentes instituições. As carteiras dos FAFs conterão obrigatoriamente títulos públicos, Títulos de Desenvolvimento Econômico (TDEs) e cotas de um Fundo de Desenvolvimento Social (FDS), além de outros títulos a critério das instituições gestoras respeitados os limites impostos pelo BACEN. Esses novos títulos serão de prazo longo e os novos fundos financiarão projetos industriais credenciados pelo BNDES e pelo BB, bem como obras sociais, a taxas subsidiadas que variarão entre TR menos 12% e TR.

(v) Tablita . As dívidas contraídas entes de 1/2/1991 e desde 1/9/1990 serão deflacionadas no dia do vencimento por um fator diário a ser divulgado pelo Ministério da Economia, calculado pela multiplicação cumulativa de 1.0116 para cada dia útil.

(vi) Medidas fiscais. A MP nº 244 previa a incidência de imposto de renda com alíquota de 35% a partir do exercício de 1992, sobre o "ganho de capital" auferido na liquidação,

pelo FCVS, de saldo devedor na compra de casa própria pelo SFH. A medida destinava-se a cobrir, ainda que em parte, o "rombo" estimado em algo entre 20 e 30 bilhões de dólares, gerado pelos sucessivos subsídios concedidos a mutuários. Infelizmente, contudo, a Lei nº 8177 não incorporou esta medida. Além disso, tornaram-se indisponíveis mais de 90% das dotações de custeio (exclusive salários e juros) e mais de 95% daquelas com investimento do orçamento federal. Corta-se custeio das estatais. É revogado o financiamento aos pequenos produtores (aprovado ao final de janeiro) mediante a "equivalência do produto", que envolve despesas por conta do orçamento público, mas o Congresso reintroduziu o subsídio.

17.2 As vicissitudes do Plano Collor

O Plano Collor 2 significou uma forte guinada na política antiinflacionária do governo, que, após o seqüestro de ativos financeiros, as taxações extradiordinárias, o congelamento e a prefixação de preços e salários, passou a repousar exclusivamente nas políticas monetária e fiscal como instrumentos de estabilização de preços. O governo declarou-se disposto a manter essa estratégia mesmo que ela conduzisse à recessão, garantindo ampla liberdade aos preços e abandonando qualquer iniciativa de coordenação macroeconômica de preços e salários. No contexto de uma inflação alta e animada por choques de oferta predominantemente derivados de ajustes de preços relativos,[290] não seria difícil prever que a contração da demanda viria a provocar, como provocou, queda de produção, mas não do ritmo inflacionário.

Paralelamente, ao longo de 1990, foram sendo atrasados tarifas e preços públicos, bem como a taxa de câmbio, cuja recuperação, concentrada no último trimestre do ano, pressionou a inflação nos meses recentes. Lembre-se também que houve um midi choque agrícola no início do segundo semestre e algum impacto (menor que o anunciado) da inva-

[290] Veja-se Capítulo 16.

são do Kwait em agosto. Por cima, incorreu-se no erro da ameaça da recessão como posição oficial de governo, fator que, ao lado de juros reais exagerados, levou a acentuar contrações preventivas na produção à frente da contração da demanda.

Houve ainda fatores menores mas não desprezíveis, como a explosão dos aluguéis (decorrrentes de confusão entre maior liberalidade e aumento de oferta de imóveis) e das tarifas de ônibus na cidade de São Paulo, refletidas em índices como os de FIPE. Tais tarifas, entre o começo de 1989 e a deflagração do Plano Collor 2, subiram num ritmo equivalente ao dobro da inflação e bem acima do diesel e do dólar, tendência que foi mais acentuada durante o ano passado.

Esse quadro todo foi agravado pela percepção dos agentes econômicos de que a vitória permanente sobre o déficit público representava um objetivo ainda por alcançar, bem como em razão do desgaste da credibilidade governamental e das expectativas adversas dos agentes econômicos, decorrentes principalmente de um estilo triunfalista de administrar. Também os crescentes atritos com o Congresso favoreceram o desgaste em face do abuso das MPs, da incapacidade de resolver o impasse de política salarial e das confusões no caso da seguridade social, das mensalidades escolares, do estatuto do funcionalismo e da lei agrícola, só para mencionar os exemplos mais notórios. Tudo isso refletindo uma clara deficiência de articulação política e social, que terminou se traduzindo em acentuado desgaste da credibilidade governamental.

17.3 A ameaça de descontrole

O ano começou com a inflação em torno de 20% ao mês (800% anualizados), desemprego crescente, agravamento do impasse a respeito da política salarial, crescentes dificuldades para colocação de títulos públicos, a começar pelos estaduais. Face a este quadro, o governo parecia sem iniciativa e perplexo, correndo atrás dos acontecimentos. A conjun-

tura do final de janeiro foi bem simbolizada pela afobação de se procurar atribuir à guerra do Golfo, antes de avaliar seus efeitos, a culpa pela gravidade da situação econômica. Não há dúvida que "era preciso fazer alguma coisa"[291] e o governo fez. Mas isto não significa que fez as coisas de modo certo.

Antes de discorrer sobre falhas, um comentário. O "fazer alguma coisa", afora procurar conter a inflação a curto prazo, significou restabelecer sua capacidade de administrar uma política monetária apertada, tornada inviável por taxas de inflação superiores a 20% ao mês. Mas, paralelamente e de forma não explícita, procurou aliviar pelo menos quatro pontos de estrangulamento que o governo identificava na marcha de sua política econômica, com implicações óbvias sobre os rumos futuros da economia. Primeiro, oferecer um atalho para escapar da armadilha da lei salarial, que acabou se formando graças a sua falta de articulação, intransigência e ao abuso de MPs. Segundo, corroer um pouco mais o valor da dívida pública e dos cruzados retidos. Terceiro equacionar o problema da colocação dos títulos públicos, inclusive os estaduais, que está pressionando gravemente a oferta monetária. Quarto, recompor tarifas públicas defasadas.

17.4 As falhas do plano

O Plano apresenta vulnerabilidades na sua deflagração e na sua prática inicial. Vejamos:

(i) Não se trata, apenas, do desgaste da idéia do congelamento, que, depois de quatro experiências, frustradas em 5 anos (1986, 1987, 1989 e 1990), está longe de despertar entusiasmo popular ou de intimidar os fixadores de preços, sem mencionar o enfraquecimento da capacidade administrativa para controlar preços, aliás acentuado pela prévia e enfática

[291] Foi também captada pelo artigo de Elio Gaspari, na *VEJA*, dizendo que o governo havia acabado e que seu renascimento era aguardado, desejado, mas não assegurado.

profissão de fé na liberdade do mercado. Nessa linha, deve-se também registrar que a manutenção dos poderes do Ministério da Economia para controlar preços e a instituição das câmaras setoriais representa um retrocesso duradouro, talvez permanente, no projeto de uma economia menos sujeita à regulação espúria e menos vulnerável ao corporativismo nas suas práticas regulatórias.

(ii) Houve também o tropeço da emissão de três listas de preços. O tarifaço, por sua vez, representa um choque contraditório com a estabilidade inicial necessária para dar credibilidade ao Plano, pois gera inflação reprimida e reduz a adesão ao congelamento. O argumento de que o tarifaço poderia ser acomodado facilmente porque houve remarcações preventivas não procede uma vez que não há correlação entre quem remarcou e que utiliza os insumos cujos preços foram reajustados. O equívoco terá conseqüências sérias, pois produzirá, por si, algo entre 4% e 6,5% adicionais de inflação em fevereiro. Note-se que a primeira leitura do IPC-Fipe (critério "ponta a ponta") para o período entre a terceira semana de fevereiro (dias 15 e 21) e a média no dia 31 de janeiro revelou uma inflação de 3,56%. Este resultado está expurgado dos efeitos do tarifaço bem como dos reajustes nos aluguéis. Considerando o tarifaço, este número seria elevado para algo entre 7,5% e 10%,[292] um resultado que contrasta com o que se observou em outros congelamentos, em cujos começos o "ponta a ponta" sempre mostrou números muito pequenos ou mesmo uma pequena deflação. Note-se que um cálculo comparável para o primeiro mês do Plano Collor, apenas expurgado dos aluguéis, registrou uma inflação de 0,72%.[293]

A fixação dos preços na tabela da SUNAB em valores muito altos encobrirá parte dos efeitos do tarifaço. Entretanto, quanto mais altos os preços da tabela (com o ajustamento dos preços então praticados aos nelas contidos); me-

---

[292] Veja-se "Inflação após plano é de 3,56%, apura FIPE", *Folha de São Paulo,* 05.03.1191.

[293] Veja-se J. A. B. Rizzieri, "Inflação e Custo de Vida", *Folha de São Paulo,* 07.05.1990.

nor a inflação "ponta a ponta" e maior a inflação "residual", engolida, pré-plano. Note-se que a inflação de fevereiro (não a "ponta a ponta" mas a residual) poderá ultrapassar 20%, o que certamente terá impacto nada desprezível junto à opinião pública, entendendo-se por aí a disposição do governo em não divulgá-la. Para março, os índices de inflação já estarão livres do resíduo (exceto o INPC) e mostrarão a inflação gerada após o anúncio do plano. As primeiras projeções indicam valores superiores a 10%.

(iii) Da mesma forma que nos quatro planos anteriores, começando pelo Cruzado, há preocupações quanto às perdas salariais geradas na transição, ou seja, pelo processo de conversão pela média, especialmente para os trabalhadores que tiveram poucas antecipações — e também com a regra salarial que prevalecerá depois do choque. Afora esses pontos, no que toca à evolução do salário real a curto prazo, convém lembrar que seu poder de compra é definido pela comparação entre o valor salarial pago no começo do mês (ou fim do anterior) e a inflação durante esse mês. Em função disso, a ocorrência de perdas salariais é comum em momentos de aceleração da inflação, como em janeiro (considerando a inflação de fevereiro da ordem 20%). Já os salários pagos ao fim de fevereiro, sobre os quais incidirá um reajuste médio da ordem de 25%, deverão ser cotejados com a inflação de março, que será provavelmente inferior a isto.

Nas negociações do governo com o Congresso foi central a preocupação com a regra salarial a prevalecer nos próximos meses, e vários dispositivos foram introduzidos. Em primeiro lugar removeu-se a proibição das antecipações salvando-se assim o princípio da livre negociação e permitindo que a ação dos trabalhadores, tal como demonstrou a experiência do ano passado, ofereça um mecanismo (de mercado) de captação das "gorduras" nas margens de lucro de algumas empresas que fizeram reajustes preventivos, que não implica, nesses casos, repasses de aumentos de salários aos preços.

Em segundo lugar, estabeleceu-se um sistema de proteção dos salários através de abonos, o que reflete as preocupações

do governo com respeito às implicações sobre a despesa pública de reajustes salariais. A Lei nº 8178 eleva o salário mínimo de março para CR$ 17.000,00 — um reajuste de cerca de 7% sobre o valor de fevereiro — e partir daí estabelece, tanto para o mínimo, como para o conjunto dos salários, um sistema de abonos sucessivos e não cumulativos de CR$ 3.000,00. Em abril, além deste abono há outro que varia entre 5% e 12% do salário de janeiro, que resulta na "zeragem" das perdas passadas reclamada pelos sindicatos. Em maio, junho e julho, aos abonos de CR$ 3.000,00 se somam abonos não cumulativos correspondentes ao valor em cruzeiros da variação na cesta básica de março a maio. Em agosto, repete-se o abono de CR$ 3.000,00 e concede-se outro correspondente ao valor em cruzeiros da variação na cesta básica de março a agosto. Há limitações nos abonos de modo a fazê-los incidir por inteiro nos baixos salários e apenas em parte aos altos salários. Se este sistema fornecerá uma proteção efetiva para os salários dependerá da evolução da inflação[294] e, como todo sistema de reajustes diferenciados por classes de salários, há preocupações quanto ao aumento da dispersão salarial e quanto às estruturas de cargos e salários das empresas.

(iv) As medidas que dizem respeito à indexação seriam mais cabíveis (mesmo assim com restrições) caso o Plano debelasse súbita e estavelmente a inflação, nos índices e na cabeça dos agentes econômicos. Este, no entanto, não é o caso. Em primeiro lugar convém observar que a adoção ou a renúncia à indexação é uma decisão de cada um sobre a qual o governo pode influir apenas impondo restrições nos contratos e se abstendo de oferecer um indexador. Mas isso, em condições de inflação significativa e sobretudo de incertezas, só tornaria a indexação mais difícil, mais mal feita e perigosa, porquanto tenderia a embutir previsões idiossincráticas

[294] Na verdade, há risco de sobreindexação do salário mínimo, o que se deriva do fato de o valor da cesta básica situar-se em nível superior ao do salário mínimo, ou seja, CR$ 29.600,00. Uma inflação de, digamos, 10% sobre a cesta básica gera um abono de CR$ 2.960,00 o que representa um reajuste de cerca de 17% do salário mínimo.

de inflação, magnificando "erros" e, portanto, multiplicando o "desalinhamento" de preços e acelerando a própria inflação (veja-se a experiência do Plano Verão). Por outro lado, ao proibir contratos indexados, o governo não poderia corrigir o pagamento de impostos devidos, fator que conspiraria contra sua receita e ampliaria o déficit público.

Ficando no meio do caminho, o governo extinguiu o BTN e criou a TR. Esta alternativa atenuará significativamente os problemas citados somente se for amplamente percebida como estimativa limpa e confiável de inflação futura efetiva. Como a TR será fixada discricionariamente pelo BACEN, pelo menos por enquanto, aquela percepção é incerta. Além disso, mesmo quando regulamentada nos termos propostos, a TR será uma taxa de juros e em função disso trará dentro de si juros reais e prêmio de risco. Se o critério de fixação de TR segundo a remuneração dos CDBs fosse adotado imediatamente após a divulgação do Plano, a TR teria de elevar-se para algo em torno de 14%, o que seria excessivo à luz de expectativas de inflação prevalecentes. Ou seja, seria uma superindexação das dívidas para com o fisco, dos passivos das concordatárias, de remuneração de poupança e dos cruzados novos. A troco de quê trocar o BTN por um índice tão subjetivo? Por que entregar a eventuais movimentos especulativos a determinação da inflação futura, na base das profecias que se auto-realizam? Isto para não mencionar o risco de, se não aceita a TR como indexador, o setor privado utilizar como referência, em seus contratos (e *side letters*) e práticas de preço, taxas de juros de mercado, taxas de câmbio ou índices privados.

Por último, sendo taxa de juros, a utilização da TR poderá ser contestada no caso de correção dos pagamentos de impostos, sem mencionar que a mudança do BTN para TR ensejará argumentos do lado dos contribuintes invocando o princípio de anualidade a fim de evitar aquela correção.

(v) As novas medidas financeiras envolvem muitos detalhes operacionais complexos e mudanças cujas implicações talvez só possam ser devidamente avaliadas com o passar do

tempo. Todavia, o sentido geral de mudança é inequívoco: estabeleceu-se um maior contigenciamento das operações ativas do sistema financeiro como um todo e forçou-se um alongamento dos prazos dessas operações contigenciadas. Ao mesmo tempo, a nova sistemática pretende reduzir a capacidade dos bancos de auferir receitas através do processo de fragmentação de vencimentos dos títulos públicos que carregam em suas carteiras através do extinto *overnight*. Embora haja certamente excessos, é preciso ter claro que não há nada de especialmente distorcido em auferir receitas com o carregamento de ativos "longos" (ainda que *non-troppo*) financiado com passivos "curtos" (aplicações no *overnight*), pois a liquidez abandonada deve ser remunerada. O "descasamento" dos passivos e ativos das instituições financeiras é determinado pela propensão destes a correr riscos, e também pela taxa de retorno nas duas pontas, sendo natural que haja *spreads* elevados quando o descasamento é grande e quando há muitas incertezas. Assim sendo, ao forçar através do contingenciamento das aplicações ativas nos FAFs o alongamento dos prazos das operações ativas dos bancos sem que o público modifique a sua propensão à liquidez, gera-se um descasamento de prazos que traz distorções em muitos aspectos semelhantes às de um tabelamento dos juros.[295]

Em suma, a eventual deterioração da qualidade dos ativos bancários poderá trazer uma deterioração correspondente do seus passivos, que são os ativos do público. Disso resultariam taxas de remuneração menores para os aplicadores no novo sistema, ou uma maior apropriação de imposto inflacionário pelos bancos (através do crescimento temporário dos depósitos à vista) o que traz um risco evidente de desintermediação financeira, ou seja, a um encolhimento do

[295] Tabelar os prazos (nesse caso, parcialmente) é equivalente a tabelar juros, e no caso brasileiro certamente podemos tomar como base uma estrutura termo de taxas de juros positivamente inclinada. Note-se também que, num caso como no outro, ou seja, tabelando juros ou prazos, os propósitos são corretos (crédito barato, ou oferta abundante de crédito de longo prazo) mas o tabelamento não os produz.

sistema financeiro. Isto se expressaria através de uma expansão de mecanismos informais de dispersão de riscos e concessão de créditos, e de fuga de ativos para o exterior.

Resta ainda ressaltar que a formação das carteiras dos FAFs garante colocação para os títulos federais e virtualmente para os estaduais, cuja rolagem tem sido problemática. As dificuldades dos títulos estaduais (não todos — como por exemplo, do Ceará) decorrem dos déficits realizados por muitos governadores, o que aumentou a percepção dos aplicadores de um grande risco no giro das respectivas dívidas. Se o BACEN criar um mecanismo para garantir essa rolagem nada mais lógico (e razoável) do que requerer austeridade como contrapartida.

(v) A procura de ativos de risco, no caso, o ouro, ocorreu de forma nítida nos dias que sucederam à deflagração do choque. O BACEN tem bancado as apostas contra o fracasso o plano, vendendo ouro num ritmo que multiplicou várias vezes o vigente no período pré-plano. Isto é feito à custa dos dólares gerados pelas exportações. Se vierem a permanecer, ou ampliarem-se as incertezas, manter-se-iam as apostas dos aplicadores, dificultando ao BACEN bancar o jogo. É ocioso alertar para o perigo de se comprometer as reservas internacionais do país com um esforço sistemático e prolongado de sustentação do câmbio, haja vista a experiência do Plano Primavera na Argentina. Por outro lado, a elevação dos preços internos sem dúvida terá de mover a taxa de câmbio, sob pena de multiplicarem-se tais apostas. Ao mesmo tempo, o setor privado, ao deixar de comprar títulos públicos para adquirir ouro, induz a uma elevação da base monetária já em fevereiro, fator desfavorável às expectativas da inflação.

17.5 Conclusões

O Plano Collor 2 ampliou temporariamente, em torno de três meses, o raio de manobra para que o País possa encontrar o caminho do combate eficaz à inflação, que continua sendo prioritário e que exige mais do que pacotes de

impacto, obrigando, necessariamente, a uma ampla e profunda negociação política. Ou isso acontece ou tudo voltará a ser igual, só que pior.

É impossível combinar no curto prazo redistribuição de renda e de riqueza, crescimento estável e vitória completa sobre a inflação, como dizem querer e consideram viável alguns dos críticos do Plano Collor 2. Mas não é por não conseguir essa façanha que o Plano deixa a desejar. Seus problemas maiores localizam-se nas dificuldades políticas do governo, nos rendimentos decrescentes de pacotes de impacto oferecidos autoritariamente (cinco em seis anos) e nas suas vulnerabilidades técnicas.

Nossa análise deixou inteiramente de lado qualquer torcida para que a inflação recrudeça novamente. Outro fracasso wagneriano não fará mal apenas ao governo, mas à sociedade e ao país. No entanto, a análise é realista e por isso, hoje, despida de grandes otimismos.

É importante ressaltar que a passagem do Plano Collor 2 pelo Congresso abriu caminho para alguns adendos populistas (no plano fiscal), mas permitiu que se atenuassem injustiças e que fossem corrigidas algumas falhas técnicas. É importante, porém, sublinhar que o Congresso não alterou nenhuma das linhas principais que o governo definiu e com isso deu-lhe as condições para que o plano fosse executado tal como concebido com suas chances originais de sucesso ou frustração.

18. Heterodoxias[296]

18.1. Introdução

Crises econômicas determinam, via de regra, uma espécie de auto-crítica social. Provocam, como desdobramento natural, um sentimento de perplexidade e toda sorte de propostas reformadoras. Nos incontáveis debates sobre os rumos da nação, a impressão que se tem é a de que as idéias (de economistas e de outros tipos de pensadores) parecem próximas de afetar o curso dos acontecimentos. Daí o "sentido histórico", ou mero assanhamento, dos pensadores que se vêem imbuídos dessa responsabilidade. Nos anos recentes no Brasil, temos estado expostos a muitas novas idéias, ortodoxas e heterodoxas, e também a muitas mistificações e expressões de oportunismo e do mais puro charlatanismo, motivadas ou não por interesses especiais. Depurar o que contém qualidade e relevância, e que, portanto, será duradouro, é uma tarefa para o tempo e para a poeira das estantes, mas que os contemporâneos podem, com certeza, apressar. Este ensaio procura dar alguma perspectiva e esse nosso debate, considerando especificamente temas associados à moeda, à estabilidade e o desenvolvimento.

18.2. Heterodoxos e "alternativos"

Ortodoxos e heterodoxos, em matérias associadas à moeda, ao crédito e à inflação, sempre existiram. Não faz muito tempo eram chamados, respectivamente, de monetaristas e estruturalistas e, mais remotamente, de metalistas e papelistas. Diferentes questões monetárias em épocas específicas deram origem a heterodoxias ilustres, como os membros da *Currency School* inglesa, os saint-simonianos franceses, os

[296] *Texto inédito, baseado em Aula Inaugural proferida na Faculdade de Economia e Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 15 de abril de 1992.*

populistas norte americanos e os papelistas brasileiros. Já no século XX, a mais ilustre das heterodoxias é a dos keynesianos, estes encontrados em inúmeras variedades, tais como os "neo", os "novos" e os "pós" keynesianos. Na América Latina a heterodoxia conhece suas maiores glórias com Raul Prebish, em torno de quem se aglutinariam, na CEPAL, todos os adversários do FMI e do Banco Mundial e do *establishment* ortodoxo local e do Norte. No Brasil, como em quase todos os nossos vizinhos, o desenvolvimentismo se torna dominante e, em conseqüência, nos tornamos a pátria da substituição de importações e da intervenção do Estado a fim de promover o desenvolvimento e da tolerância para com a inflação.

Prima facie os heterodoxos parecem invariavelmente inovadores, ou mesmo revolucionários, pelo menos até se tornarem, quando suas idéias se mostram bem sucedidas (o que nem sempre é o caso) também, parte do *establishment*. Este, como se sabe, é um momento difícil para qualquer revolucionário. As idéias envelhecem, como veremos adiante, e isto não é próprio apenas da economia: as artes, bem como as outras ciências, também exibem padrões semelhantes, ou seja, paradigmas introduzidos em "revoluções" que são, mais adiante, depostos por outros.[297] É interessante observar que a despeito de os heterodoxos serem com freqüência apresentados como inovadores, pensadores à frente de sua própria época, isso não quer dizer que uma boa parte, talvez a maioria esmagadora, desses vanguardistas incompreendidos assim permaneça para todo o sempre. Senão como regra, mas talvez como regularidade, o heterodoxo "médio" não será lembrado por qualquer realização ou reflexão relevante, permanecendo merecidamente na companhia de tantos "alternativos", místicos, visionários fracassados, falsos profetas, no submundo da história das idéias.

---

[297] Veja-se T. Khun (1970).

18.3. Heterodoxia e o desenvolvimento da moeda

No domínio das idéias econômicas, as ortodoxias e heterodoxias sempre se constituíram de forma explícita quando algum desafio muito claro se colocava, ou seja, quando condições históricas novas pediam respostas em termos da ação humana que não encontravam precedente. Algo próximo do que Schumpeter chamou de "resposta criadora" em história econômica.[298] Vários desses desafios podem ser arrolados para ilustrar a gênese das heterodoxias; talvez o mais famoso seja o colocado pelo surgimento da moeda fiduciária, ou dos bancos de emissão, ao fim do século XVIII.

Com efeito, num mundo em crescimento onde a oferta de moeda se encontrava atrelada ao ouro, e onde este, por sua vez, tinha sua oferta fixa, o sistema monetário criava um viés recessivo, ou uma restrição de liquidez, que teria de ser removido por algum dispositivo inovador.[299] Como expressão disso, no Brasil do Segundo Império, por exemplo, a tentativa de estabelecer um sistema monetário com moeda conversível, ou seja, de aderir ao padrão-ouro, produzia também uma restrição de liquidez crônica. A inovação que permitia que se suplantasse essas restrições era a moeda fiduciária. Os bancos que recebiam depósitos em ouro perceberam que podiam emitir certificados de depósitos negociáveis, mais cômodos para transacionar do que moedas de ouro e que, mais importante, podiam ser emitidos em quantidade maior do que o lastro. Esse era o processo de multiplicação bancária, ou a idéia de que uma certa base monetária podia ser multiplicada, gerando uma oferta de moeda maior.

Essa descoberta foi sem dúvida uma das mais revolucionárias inovações na esfera econômica nos últimos três séculos. Vista sob um ponto de vista de longo prazo, ela logrou resolver o problema da excessiva rigidez do padrão-ouro em termos de oferta de dinheiro, tal como pode ser atestado pelo formidável crescimento da moeda fiduciária nas principais

[298] Veja-se J. A. Schumpeter (1947).
[299] Veja-se R. Triffin (1968).

economias do planeta durante o século anterior a 1914.[300] Esse caminho, contudo, esteve sempre povoado de turbulências e riscos, os quais eram inerentes à inovação, e por isso mesmo desconhecidos. O século XIX conhece uma incrível sucessão de pânicos financeiros provocados pelos excessos dos bancos de emissão. Nenhum país do mundo se viu livre desse penoso aprendizado. O Brasil conheceu crises desse tipo, com a liquidação do primeiro Banco do Brasil em 1829, depois em 1857, 1864, 1871, 1891, 1900, 1914 e finalmente em 1930.[301] Memoráveis debates foram travados aqui e alhures sobre a natureza da moeda, se os bancos, caso deixados à sua própria sorte, criariam moeda demais ou de menos, ou de como se regularia o sistema monetário. Muitas lições foram aprendidas, e a própria dificuldade em designar vencedores serve como indicação de que os dois lados talvez estivessem insistindo em metades diferentes da mesma verdade. Sempre se pode dizer que os heterodoxos ganharam, porque tinham razão sobre o potencial "desenvolvimentista" da moeda fiduciária, sobre a necessidade de autoridade discricionária sobre ela, e de que se suplantasse o rígido automatismo da moeda metálica. Mas, de outro lado, os ortodoxos também podem se julgar vitoriosos, pois prevaleceu a sua ênfase na disciplina fiscal e monetária e o seu diagnóstico de que a moeda fiduciária deve ser controlada rigidamente para não produzir instabilidade.[302]

Ao nos debruçarmos sobre estas controvérsias em busca do primeiro grande heterodoxo, e ao encontrar John Law, o financiasta escocês que conquistou a França com seu Banque Royale, talvez tenhamos achado a síntese de todos eles.

---

[300] De acordo com Triffin (1968, p. 26), em 1815 a moeda fiduciária representava cerca de um terço do total de M1 nos EUA, França e Grã-Bretanha. E 1913, quando a oferta real de moeda era cerca de 20 vezes superior, a moeda ficuciária representava cerca de 87% de M1.

[301] Resenhas podem ser encontradas em J. P. Calógeras (1960).

[302] Há inúmeras referências sobre as controvérsias monetárias, especialmente as inglesas. Para uma perspectiva mais ampla e mais recente, veja-se W. Mason (1977), J. Hicks (1967) e C. P. Kindleberger (1985).

O episódio que protagonizou é relativamente simples, especialmente se comparado ao incrível número de variações posteriores em torno do mesmo tema. Criou-se um banco de emissão que produziu copiosas emissões sem lastro, as quais deram origem a enorme e rápida prosperidade, mas que logo em seguida transformou-se em um desastre financeiro sem qualquer precedente.[303] O episódio ilustrava importantes noções sobre o papel da moeda e do crédito na economia: talvez a mais importante tenha sido a idéia de que a moeda fiduciária era uma inovação perigosa.

Law foi, para muitos, em gênio, mas a grande maioria o teria como um aventureiro e charlatão. Havia algo de fascinante na experiência, como se Law houvesse descoberto uma mágica, um truque, uma forma fácil de produzir prosperidade, mas que tinha lá seu preço a pagar. A moral cristã seria implacável: sem sacrifícios, impossível a mágica. Nada mais ilustrativo nessa linha que o pouco conhecido terceiro ato no Fausto de Goethe, onde Mefistófeles convence Fausto das maravilhas do papel moeda, e este logra convencer o soberano a utilizar a nova invenção para criar a riqueza; o que se vê então é um desfecho semelhante ao experimento de Law. Não há prazeres mundanos (nem mesmo um almoço), ou desenvolvimento fácil, sem um preço a pagar, sem um entendimento com o demônio: a venda da alma, a eternidade em privações.

18.4. A ascensão da heterodoxia no Brasil

O Brasil teve uma linguagem imensa e erudita de heterodoxos no período anterior a 1930. Nossos campeões incluíam O Visconde de Mauá, Rui Barbosa, Amaro Cavalcanti e Vieira Souto, geralmente conhecidos, especialmente no Rio de Janeiro, pelos logradouros públicos que receberam seus nomes. Esses homens foram especialmente influentes em seu

[303] Uma alentada narrativa desse e de inúmeros outros desastres financeiros semelhantes pode ser encontrada em C. P. Kindleberger (1978).

tempo. Rui Barbosa, dentre eles, talvez tenha sido o mais sucedido, pois protagonizou um dos mais ambiciosos experimentos heterodoxos de nossa história na passagem do Império para a República. Sua reforma bancária de 1890 teria produzido a euforia, o desvario e o colapso do Encilhamento e a crise cambial de 1891, um trauma duradouro, fatal para os heterodoxos de então.[304]

A experiência de Rui Barbosa tem muito da aventura de John Law. Ambas as iniciativas são meio mágicas, brilhantes, ousadas, redentoras, e todas seriam arruinadas, aos olhos de seus protagonistas, por políticos, oportunistas e especuladores e forças ocultas. Todas seriam bem sucedidas em introduzir inovações talvez um tanto avançadas para o seu tempo, mas todas seriam consideradas fracassos retumbantes pelos excessos que produziram. A liquidação dos excessos do Encilhamento, por exemplo, consumiria mais de uma década de embates políticos e doutrinários, finalmente trazendo ao poder um homem que era mais que um simples ortodoxo: Joaquim Murtinho, o célebre Ministro da Fazenda que presidiu o draconiano programa de estabilização simultâneo ao *funding loan*, era um liberal autêntico, um darwinista; um exagero, que o país admitiu para purgar a economia dos excessos anteriores.

As primeiras três décadas do século XX, na esteira do sucesso do ajuste ortodoxo de Murtinho, são de absoluto predomínio da ortodoxia. Disciplina fiscal e monetária e internacionalismo eram orientações sobre as quais não parecia caber qualquer discussão. Se era realmente o melhor caminho, existem diferentes pontos de vista. Autores como Furtado, com a experiência dos anos 30 ainda forte na memória, tomariam a insistência de nossos políticos dessa época em integrar-se mais e mais a uma economia internacional em expansão, notadamente pela adoção do padrão-ouro, como evidência da "inibição mental do homem público brasileiro".[305]

---

[304] Sobre a experiência de Rui Barbosa, veja-se G. H. B. Franco (1983 e 1991).
[305] C. Furtado (1969).

Não obstante, a percepção dos contemporâneos era a de que o padrão-ouro — e a adoção implícita da ortodoxia que ele implicava — era um *sine qua non* para se participar da extraordinária máquina de crescimento oferecida pela economia internacional. Qualquer outra alternativa parecia tolice.

O reverso da medalha, todavia, seria cruel. A Depressão liquidaria esses desígnios, deixando atrás de si um trauma duradouro. Carlos Diaz-Alejandro diria que "os países da periferia jamais perdoariam os países centrais por essa traição de Ricardo".[306] Com efeito, as três décadas que se seguiram aos anos da Depressão e da Segunda Guerra Mundial seriam anos decididamente heterodoxos. Em primeira instância, pelo desprezo à disciplina fiscal e monetária: o fato do governo desandar a comprar estoques excedentes de café para destruí-los seria, na visão de Furtado, um keynesianismo *à la monsieur* Jourdan, comparável à construção de pirâmides.[307] Daí até a construção de Brasília (outra pirâmide?), o país somente viria a revelar preocupações quanto ao *déficit* fiscal depois de 1964, quando a inflação elevada faria sua primeira grande aparição na vida econômica nacional.

Em segunda instância, a heterodoxia atacaria de forma decisiva o internacionalismo característico do período anterior. A experiência de desintegração da economia internacional, principalmente para um país que vinha fazendo sacrifícios para aderir ao padrão-ouro, produziu agudo ressentimento. Proliferaram as visões sobre uma articulação perversa entre Centro e Periferia, no âmbito das quais esta última seria sempre a parte prejudicada. Seja pela célebre deterioração secular dos termos de troca, ou pela articulação cíclica perversa entre preços do café e entradas de capital, o importante

---

[306] C. Diaz-Alejandro (1983).

[307] Furtado refere-se a uma alusão de Keynes ao fato de que a construção de pirâmides constituia-se em um verdadeiro programa de sustentação de demanda efetiva no Egito, podendo aí ser encontrada uma das causas da prosperidade dessa civilização. A compra dos estoques excedentes de café para depois queimá-los era um extraordinário exemplo de gasto público improdutivo mas de grande impacto expansionista.

era denunciar uma ordem econômica internacional de natureza diabólica.[308] Pouco importava que esses mecanismos não fossem assim tão claros, nem encontrassem lá muita sustentação científica. A idéia central, ainda que meio obscura, servia para cimentar uma aliança, que se revelaria fortíssima, entre heterodoxia e nacionalismo. O florescimento do desenvolvimentismo, no contexto de uma economia internacional em frangalhos, adquiriria um inusitado aspecto ideológico: surgiria como projeto nacional, como redenção da nação tão vilipendiada pelo mundo exterior.[309] O "estruturalismo" apregoaria a industrialização como modo de superação da perversa relação de "dependência", através da substituição de importações e da busca da auto-suficiência. Música uma a "burguesia industrial" local, que adotaria entusiasticamente uma heterodoxia que daria conforto a uma nação que procurava caminhos fora dos manuais.

185.5. A decadência da heterodoxia

Viveríamos este apogeu heterodoxo até meados da década de 1980, quando os dois pilares básicos do modelo, a autarquia e a presença do Estado na economia, revelam inusitada e surpreendente fragilidade, e o edifício começa a ruir. Em primeiro lugar, a substituição de importações é levada às últimas conseqüências pelo PND-II. Diz-se que a industrialização aí se completa.[310] Os coeficientes de importação para a indústria atingem níveis de verdadeira autarquia (4,5% da

---

[308] As contribuições de Raul Prebisch, Celso Furtado, Hans Singer, Anibal Pinto e muitos outros autores ligados à CEPAL seriam cruciais para estabelecer essas novas concepções. Um *survey* sobre essas visões, ainda que um tanto partidário, pode ser encontrado em O. Rodriguez (1981). Outro *survey* mais recente é o de C. Oman & G. Wignaraja (1991).

[309] Um excelente trabalho sobre o desenvolvimentismo brasileiro é o de R. Bielschiowski (1988).

[310] De acordo com A. B. de Castro (1982), "o parque manufatureiro aqui existente não mais cabe — sequer como caso-limite — dentro do perímetro do subdesenvolvimento".

oferta doméstica em 1984). E, no entanto, o que seria a vitória final de um projeto de desenvolvimento auto-sustentado — o sonho da independência econômica — revela-se um estorvo. A vulnerabilidade externa se mostraria mais forte do que nunca, a julgar pela crescente virulência dos choques externos de 1973, 1979 e 1982. A história exibia, ainda mais uma vez, um paradoxo ameaçador a ser compreendido, um paradoxo antigo (pois isso se ouviu dizer tantas vezes no passado sobre o Brasil e a conjuntura internacional), o de que uma economia semi-autárquica se mostra extremamente vulnerável a choques externos. O rabo continua a balançar o cachorro, e não o contrário. Como entender?

Algo aparentemente saiu errado com o nosso modelo de desenvolvimento. Não entendemos direito os determinantes da nossa vulnerabilidade externa e por isso não construímos devidamente as condições para a autodeterminação econômica. Confundimos, à moda dos erros causados pelo senso comum, autarquia com autodeterminação. Se olhamos para as economias do Sudeste Asiático, tão mais abertas do que nós, e que passaram pelo choques dos anos 70 e 80 sem interromper seu crescimento, a sensação de que fizemos alguma coisa de errado é bastante flagrante. Mesmo sem comprar a noção, hoje tão em voga, pró "desenvolvimento para fora" (tão popular em Washington), há pouca dúvida de que o pensamento estruturalista e o projeto de desenvolvimento autárquico a ele associado nos levaram a um beco sem saída.

O segundo golpe letal desferido contra a heterodoxia predominante no pós-guerra veio com a percepção generalizada de que a intervenção do Estado na economia desandou, tanto do ponto de vista fiscal como regulatório. Vivemos uma crise fiscal aparente até para os mais empedernidos heterodoxos, uma hiperinflação reprimida por expedientes de represamento artificial da despesa pública, e a desgraça de ver a atividade regulatória do Estado tornar-se um imenso exercício de corporativismo e clientelismo de evidentes conseqüências inflacionárias. Parece haver uma pilhagem coletiva do setor público — a qual, no entanto, não é difícil de perceber na

dinâmica que tem governado a elaboração dos orçamentos públicos no Brasil e nos exercícios de favorecimento setorial generalizado, erroneamente denominados de política industrial.

A indicação mais poderosa da existência de uma doença séria a consumir o setor público viria em fins de 1986, com o fracasso de mais um episódio heterodoxo, talvez o último digno de nota —, o Plano Cruzado. Quando este foi feito, não se reconhecia a existência de desequilíbros fiscais de importância. Acreditava-se na neutralidade do choque, na suave transição da alta para a baixa inflação como resultado de uma coordenação indolor, uma mágica inteligente, como as de John Law e Rui Barbosa, que não envolvia nenhum esforço de ajuste. Nutre-se por algum tempo a ilusão de que a consistência macroeconômica era uma ridícula maquinação de economistas ortodoxos politicamente reacionários. O déficit estava zerado, diziam alguns. Era irrelevante, arriscavam outros, notadamente os heterodoxos profissionais, recém-saídos do armário, com um mal disfarçado sentimento de vingança. Mais uma vez, todavia, a mágica se frustraria, dessa vez afundando consigo diversas ilusões, sendo talvez a mais importante a de que não havia uma doença a combater. Cresce a sensação, com o fracasso dos outros choques heterodoxos durante o governo Sarney, de que há uma crise fiscal muito séria, uma sensação que se torna um consenso, inclusive para os herdeiros do credo heterodoxo. Ao fim da Nova República, assistimos à chegada da hiperinflação, catástrofe impensável na vigorosa máquina de crescimento dos anos 70, terra de milagres econômicos e de gente que nunca acreditou em disciplina fiscal e integração com a economia internacional. Uma profunda autocrítica se fazia necessária.

18.6. O fim da heterodoxia

Aos fracassos dos choques heterodoxos da Nova República se juntaram outros dois durante o Brasil Novo, aí incluindo o mais ousado de todos, o Plano Collor 1, que pro-

duziu um mal estar com a heterodoxia cuja melhor ilustração é a popularidade — em boa medida imerecida — desfrutada por políticas ortodoxas sem imaginação praticadas logo a seguir. Como tantas vezes no passado, os excessos heterodoxos produzem o retorno triunfal da ortodoxia, fenômeno que está longe de ser brasileiro. A avalanche de programas de estabilização baseados em austeridade fiscal, liberalização comercial, desregulamentação industrial e abertura por toda a América Latina certamente nos diz alguma coisa sobre a direção do vento. Se alguma coisa todos esses países têm em comum é a adesão anterior ao modelo nacional-desenvolvimentista de substituição de importações com pesada e incompetente intervenção do governo.

No caso brasileiro em especial, a reorientação do modelo econômico obedece a pelo menos duas séries de fatores.[311] Por um lado, a necessidade de, simultaneamente, redistribuir renda, crescer e manter o equilíbrio externo somente pode ser compatibilizada através de uma aceleração da taxa de crescimento da produtividade, e isto nunca foi mais que uma prioridade secundária do modelo industrial brasileiro. Redirecioná-lo de modo a enfatizar a eficiência requer uma mudança muito ampla no estilo e nos instrumentos da política industrial. Mover-se para um regime de comércio mais aberto joga, em nossos dias, papel semelhante ao que jogou, no passado, a adesão ao padrão-ouro. É uma via de acesso, uma credencial indispensável para que o país participe plenamente de uma economia internacional em expansão. E, tal como no passado, a opção se apresenta: pegar ou largar, autarquia ou internacionalismo.

Com efeito, o abandono da orientação heterodoxa na política de comércio exterior que vigora desde os anos 30 e 40 tem sido surpreendentemente rápido. As resistências não são muito visíveis. Alguns alertam para possíveis desastres internacionais: a economia internacional estaria no limiar do

---

[311] Para uma discussão mais detalhada, veja-se W. Fritsch & G. H. B. Franco (1991 e 1992).

esfacelamento financeiro, ou da desagregação em blocos hostis. A crise do México, o crescimento explosivo desses misteriosos derivativos, as nuvens de dinheiro especulativo a rondar as finanças indefesas das economias emergentes são elementos que se agregam a este caldo de cultura. Mas há pouco público para isso. Não há vozes contrárias à abertura; apenas um alerta, aqui e acolá, para a possibilidade de sucateamento da indústria, geralmente motivado por interesses setoriais ou regionais ameaçados. Essa falta de resistência, essa timidez dos protecionistas, ou talvez a falta de ressonância de seus argumentos, é uma das características mais interessantes do nosso processo de liberalização comercial. O rei subitamente estava nu.

Também com relação às heterodoxias no tocante à inflação dá-se algo semelhante. Subitamente a ortodoxia tornou-se tão avassaladoramente dominante, que nada do que é "alternativo" parece relevante. Até, pelo contrário, o heterodoxo parece tornar-se místico, esotérico, pouco sério. Não se escrevem mais tantos artigos subtitulados "uma abordagem alternativa", ou "uma visão crítica". Teriam as heterodoxias se tornado parte do *establishment*? Será que ainda existem realmente diagnósticos alternativos para a inflação brasileira, ou seja, alguém que não acredite na crise fiscal? Há evidente má vontade entre os heterodoxos de carteirinha em se pronunciarem sobre matérias tais como o desequilíbrio fiscal e a reforma do Estado. Mesmo esses não conseguem dizer coisa alguma sobre inflação que não soe convencional e mesmo ortodoxo. Alguns tergiversam com a noção de conflito distributivo, um tema de nítida e tradicional coloração heterodoxa, mas a alternativa não proporciona muita milhagem: se há alguém a apoderar-se indevidamente de porções desproporcionais da renda nacional é o próprio Estado, que gasta mais do que arrecada, tributando a sociedade através do imposto inflacionário. É a crise fiscal novamente, e não a luta de classes, a causa da inflação.[312]

---

[312] E. L. Bacha (1988).

Não obstante a ausência de uma teoria heterodoxa para a inflação brasileira, existe grande simpatia, nos arraiais heterodoxos e na esquerda em geral, para com as chamadas "políticas de rendas" como solução para o conflito distributivo. Que não haja dúvidas: estamos falando de congelamento de preços, pré-fixações e coisas do gênero. Estas seriam, afinal, as inovações malditas, e ao mesmo tempo mágicas, que os choques heterodoxos teriam trazido, e que ainda não teriam sido inteiramente comprometidas. Mas a atitude mais comum entre os economistas hoje em dia é de extrema má vontade quanto à eficácia dessas políticas, principalmente se os "fundamentos", que nove entre dez estrelas da economia política concordam terem que ver com o problema fiscal, não estão resolvidos. Se realmente chegamos a este consenso, então é preciso reconhecer que prestamos um grande serviço ao nosso tempo.

É muito importante destacar, todavia, que este consenso não deve ser visto como uma vitória doutrinária da ortodoxia (também chamada, freqüentemente, de "neo-liberalismo", especialmente por heterodoxos de mau humor). Simplesmente os excessos de uma heterodoxia que chegou ao poder há tempos atrás, engordou e envelheceu geraram distorções muito flagrantes. Há consenso de que é preciso eliminá-las, e para isso experimentamos o que parece ser uma aliança tática com o liberalismo contra um extraordinariamente ardiloso e escorregadio inimigo: o corporativismo, e alguns de seus parentes, como a fisiologia, a corrupção e o nepotismo. Todos expressam maneiras pelas quais se observa uma apropriação indébita de funções e recursos públicos por interesses privados. São essas as criaturas a dar a sensação de que temos um problema de polícia e não de finanças públicas: uma ambigüidade que heterodoxos e oportunistas amiúde procuram explorar. A inflação, aos olhos de heterodoxos sem o que dizer sobre ela, começa a ser vista como um problema de polícia, o resultado de ação de remarcadores, especuladores, atravessadores e outros maus brasileiros. Nestes a heterodoxia concentra seu ódio por terem lhe arruinado

o projeto de um Estado Nacional forte *ex ante* puro e capacitado a corrigir os males da natureza humana e da lógica do capitalismo. A heterodoxia adota, especialmente a nível da retórica, a defesa da moral e dos bons costumes: os juros são "imorais", os salários "aviltantes", o câmbio "pornográfico" e a privatização "criminosa", mas não se fala em alternativa. O importante é denunciar e, dessa forma, os heterodoxos metem-se numa hipocrisia acusatória que lhes proporciona uma aproximação tática entre seus ideais intervencionistas e os imperativos éticos que a nação adotou. A política econômica se torna uma CPI permanente e a heterodoxia pontifica como um jacobinismo rancoroso e messiânico, porém sem o motor básico de todas as heterodoxias: idéias inovadoras. É pura zanga sem imaginação. A heterodoxia que se tornou *establishment* não admite a velhice e, recalcada, resiste a tudo que é mudança.

IV. Bibliografia

E. J. Amadeo & E. Landau (1992). "Indexação e dispersão de preços relativos: análise do caso brasileiro 1975-1991". Departamento de Economia, PUC-RJ, Texto para Discussão n. 274, março.

S. Andic, S. & J. Veverka, J. (1964). "The growth of government expenditure in Germany since the Unification". *Finazarchiv*, 23(2).

K. Arrow (1951). *Social choice and individual values.* New Haven: Yale University Press.

E. L. Bacha (1994). "O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro". *Revista de Economia Política*, 14(1), março.

_____(1993). "Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues". Departamento de Economia, PUC-RJ, Texto para Discussão n. 299, fevereiro.

_____(1988). "Moeda, Inércia e Conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil". Pesquisa e Planejamento Econômico, 18.

D. Backus & J. Driffill (1985). "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime". *Review of Economic Studies* 51, março .

Banco Central de la Republica Argentina (BCRA), *Memoria*, vários números.

Banco Central de la Reserva del Peru, *Memoria*, vários números.

Banco Central do Brasil, *Brasil Programa Econômico*, vários números.

Bank of Poland (1930). *Combined Reprints of the Quarterly Report of the Financial Advisor to the Polish Government*, último trimestre de 1926 ao terceiro trimestre de 1930 inclusive. Varsóvia.

I. Berend & G. Ránki (1974). *Economic Development in East-Central Europe in XIXth and XXth Century.* Nova York: Columbia University Press.

R. Bielschiowski (1988). *Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimento.* Rio de Janeiro: IPEA-INPES, 1988.

M. Bills (1989). "Pricing in Costumer Markets". *Quarterly Journal of Economics*, 104 (6), novembro.

J. Birman (1993). "Sujeito, valor e dívida simbólica: notas introdutórias sobre o dinheiro na metapsicologia freudiana" em J. R. Vieira et al. (eds.). *Na corda bamba: doze estudos sobre a cultura da inflação.* Rio de Janeiro: Relume & Dumará.

M. I. Blejer & A. Cheasty (1988). "High inflation, heterodox stabilization, and fiscal policy". *World Development*, 16 (8), setembro.

A. Blinder (1991). "Why are prices sticky? Preliminary results from interview study". *American Economic Review 81*, AEA Annual Meeting, Papers and Proceedings, março.

J. Bloomfield (1984). "Surviving in a harsh world: trade and inflation in the Czechoslovak and Austrian Republics, 1918-1926" em G. Feldman et al. (ed.), *The Experience of Inflation, International and Comparative Studies.* Berlim: Walter de Gruyter.

P. Bodin de Moraes (1986). "O Programa de Estabilização de 1964: balizamento de preços com restrições de crédito". *Revista Brasileira de Economia*, 41.

W. Bomberg & G. Makinen (1983). "The Hungarian hyperinflation of 1945-46". *Journal of Political Economy*, 91(5), outubro.

C. Bresciani-Turroni (1937). *The economics of inflation, a study in currency depreciation in post-war Germany.* Londres: Augustus M. Kelley Reprint, 1968.

G. Bry (1960). *Wages in Germany, 1871-1945.* Princeton: NBER-Princeton University Press.

M. Bruno (1993). *Crisis, stabilization and economic reform: therapy by consensus.* Oxford: Oxford University Press.

_____ & J. Sachs (1985), *Economics of Worldwide Stagflation.* Cambridge: Harvard University Press.

J.L. Bulhões Pedreira (1993). "Obrigação Pecuniária — correção monetária — indexação cambial (Parecer)". *Revista de Direito Administrativo,* 193, julho-setembro.

A. R. Burns (1927). *Money and monetary policy in early times.* Londres: Kegan Paul, Trench, Trubner Co.

P. Cagan (1987). "Hyperinflation" em J. Eatwell et al. (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics.* Londres: Macmillan.

_____ (1956) "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" em M. Friedman (ed.). *Studies in the Quantity Theory of Money.* Chicago: University of Chicago Press.

O. Caino (1987). "Tres Ensayos sobre Economia Argentina". Tese de Mestrado não publicada. Departamento de Economia, PUC-RJ, maio.

L. Calmfords (1985). "The Roles of Stabilization Policies and Wage Setting for Macroeconomic Stabilization, The Experience of Economies with Centralized Bargaining". *Kyklos,* 38, setembro.

J. P. Calógeras (1960). *A política monetária do Brasil.* São Paulo: Cia. Editora Nacional.

G. Calvo & G. Vegh (1994). "Estabilización en paises de inflación crónica: el marco conceptual ". *Paper* apresentado nas Jornadas Internacionales de Economia, Banco Central del Uruguay.

_____ & _____ (1992). "Currency substitution in developing countries: an introduction". *Revista de Analisis Economico,* 7 (1), junho.

_____ & _____ (1990) "Credibility and the dynamics of stabilization policy: a basic framework". IMF, Working Paper n. 90/110.

_____ & L. Leiderman & C. Reinhart (1993). "Capital inflows and exchange rate appreciation in Latin America", IMF Staff Papers, 40 (1), março.

J. M. Camargo & C. A. Ramos (1988). *A Revolução Indesejada: O Plano Cruzado e o Mercado de Trabalho.* Rio de Janeiro: Campus.

E. Canetti (1962). *Crowds and power.* Nova York: Farrar Straus Giroux.

F. Capie (1986). "Conditions in which very rapid inflation has appeared". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,* 24.

D. W. Carlton (1986). "The rigidity of prices". *American Economic Review,* 76 (3), setembro.

_____ (1982) "The Disruptive Effect of Inflation on the Organization of Markets" em R. Hall (ed.). *Inflation: causes and effects.* Chicago: University of Chicago Press & NBER.

_____ (1979) "Contracts, Price Rigidity and Market Equilibrium". *Journal of Political Economy,* 78 (5), part. 1.

D. D. Carneiro (1994). "Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização". Departamento de Economia, PUC-RJ, Texto para Discussão n. 314, março.

_____ & M. Garcia (1993) "Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: the recent Brazilian experience". Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 304, agosto.

A. B. de Castro (1982). *A economia brasileira em marcha forçada.* Rio de Janeiro: Paz e Terra.

Cepal, Comissión Económica para America Latina y el Caribe, *Balance Preliminar de la Economia Lationamericana,* vários números.

T. Childers (1983). "Inflation and electoral politics in Germany 1919-1929" em N. Schmukler & E. Marcus (eds.). *Inflation through the ages: economic, social, psycological and historical aspects.* Nova York: Columbia University Press.

S. N. Chou (1963). *The Chinese Inflation 1937-1949.* Nova York: Columbia University Press.

W. Coats (1994). "In search of a monetary anchor: commodity standards re-examined" em T. J. T. Baliño & C. Cottarelli (eds.). *Frameworks for monetary*

stability: policy issues and country experiences. Washington: International Monetary Fund.

D. C. Collander & K. J. Koford (1985). "Externalities and Macroeconomic Policy" em S. Maital & I. Litnowski (eds.). *Macroeconomic Conflict and Social Institutions.* Cambridge: Ballinger.

Conferência Nacional dos Bispos da Alemanha (1994). *Boa moeda para todos: reflexões sobre a estabilidade do valor da moeda a partir de um ponto de vista de ética social.* Fundação Konrad-Adenauer-Stiftung, *papers* n. 4.

Conjuntura Econômica, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, vários números.

C. Crouch (1985). "Conditions for Trade Union Restraint" em L. N. Lindberg & C. S. Maier (eds.), *The Politics of Inflation and Economic Stagnation.* Washington: Brookings.

A. Cukierman (1992). *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence.* Cambridge: MIT Press.

_____ & N. Leviatan (1992) "The dynamics of optimal gradual stabilizations". *The World Bank Economic Review*, 6(3), setembro.

_____ & M. A. Kinguel & N. Liviatan (1992). "How much to commit to an exchange rate rule ? Balancing credibility and flexibility". *Revista de Analisis Economico*, 7 (1), junho.

L. R. A. Cunha (1990). "Congelamento e Políticas Heterodoxas: a experiência brasileira". Departamento de Economia, PUC-RJ, Texto para Discussão n. 253, dezembro.

R. Da Matta (1993). "Inflação e cidadania" em J. R. Vieira et al. (eds.). *Na corda bamba: doze estudos sobre a cultura da inflação.* Rio de Janeiro: Relume & Dumará.

M. Damill & R. Frenkel (1990). "Hyperinflación y Stabilización. La Experiencia argentina reciente". Buenos Aires: CEDES, mimeo.

_____ & G. Roserwurcel (1991). "Situacion y Perspectivas de la Economia Argentina en 1991". *Coyuntura Latinoamerica* 2.

J. C. De Pablo (1974). "Relative Prices, Income Distribution and Stabilization Plans: The Argentine Experience, 1967-1970". *Journal of Development Economics.*

C. Diaz-Alejandro (1983). "Stories of the 1930s for the 1980s" em P. Aspe Armella et al. (eds.). *Financial policies and world capital markets: the problem of Latin American countries.* Chicago: The University of Chicago Press.

G. Di Tella (1979). "The Economic Policies of Argentina's Labour-based Government (1973-6)" em R. Thorp & L. Whitehead (eds.), *Inflation and Stabilization in Latin America.* Nova York: Macmillan.

A. K. Dixit & J. E. Stiglitz (1977). "Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity". *American Economic Review,* 67(3), junho.

R. Dornbush (1985). "Stopping Hyperinflation: Lessons from the German Experience of the 1920s.". NBER Working Paper, no. 1675.

____ & M. H. Simonsen (1986), "Inflation Stabilization with Incomes Policy Support, a review of the experiences of Argentina, Brazil and Israel". Nova York: Grupo dos Trinta.

K. Dowd (1994). *"A proposal to end inflation". The Economic Journal,* 104 (425), julho.

_____ & D. Greenaway (1993) "Currency competition, network externalities and switching costs: towards an alternative view of optimal currency areas". *The Economic Journal,* 103 (420), setembro.

J. Driffill (1984). "Macroeconomic Stabilization Policy and Trade Union Behavior as a Repeated Game". Mimeo, Estocolmo.

L. L. Ecker-Rácz (1933). "The Financial Reconstruction of Hungary". Tese de doutoramento não publicada. Cambridge: Harvard University.

A. Eckestein (1956). *National Income and Capital Formation in Hungary, 1900-1950.* Cambridge: International Association for Research in Income and Wealth.

H. Ellis (1934). *German Monetary Theory, 1905-1933.* Cambridge: Harvard University Press.

S. K. Endo & H. C. E. do Carmo (1984). *Pesquisa de Orçamentos Familiares no Município de São Paulo.* São Paulo: IPE USP.

E. M. M. Q. Farina (1994). "Desregulamentação e o controle do abuso do poder econômico: teoria e prática". *Revista de Economia Política,* 14(3), setembro.

F. Fetter (1977). "Keynes, Lenin and Inflation". *Economica,* 44(1), fevereiro.

A. Foxley (1983). *Latin American Experiments in Neoconservative Economics.* Berkeley: University of California Press.

G. H. B. Franco (1991). *A década republicana: o Brasil e a economia internacional, 1888-1900.* Rio de Janeiro: IPEA-INPES, série PNPE.

_____(1991). *High and hyperinflations: Cross country patterns and the design of stabilization.* Center of Latin American Studies, University of Pittsburgh.

_____ (1987). "El Plan Cruzado: diagnóstico, ejecución y perspectivas". *Estudios Economicos de El Colegio del Mexico.* Número extraordinário, outubro (b).

_____ (1986) "Hyperinflations: the experience of the 1920s reconsidered". Tese de doutoramento não publicada, Harvard University, versão revista, 1990.

_____(1983) *Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana.* 7º Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro, segunda edição, 1987.

R. Frenkel (1979). "Decisiones de Precio en Alta Inflación". *Desarollo Económico,* 15(75), dezembro.

_____& J. M. Fanelli (1986). *El Plan Austral: un año y medio despues.* Buenos Aires: CEDES.

M. Friedman (1956). "The quantity theory of money: a restatement" em M. Friedman (ed.). *Studies in the Quantity Theory of Money.* Chicago: University of Chicago Press.

W. Fritsch e G. H. B. Franco (1991). "Trade Policy Issues in Brazil in the 1990s". Relatório para a UNCTAD.

_____& _____(1992) "Política Comercial: passado e presente". *Pensamiento Iberoamericano,* 21, junho.

R. Frydman & E. S. Phelps (1983). *Individual Forecasting and Aggregate Outcomes.* Cambridge: Cambridge University Press.

C. Furtado (1969). *Formação econômica do Brasil.* São Paulo: Cia. Editora Nacional, 1969.

M. Garcia (1994). "Política monetária e cambial: algumas lições do período recente para o Real". Mimeo, Departamento de Economia PUC-RJ. (a)

_____ (1994) "Política monetária, depósitos compulsórios e inflação". Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 323, setembro. (b)

F. Giambiagi (1989). "Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público: uma crítica". *Revista Brasileira de Economia,* 43(1), março.

_____& J. C. G. Soares (1992). "Consumo do governo, juros externos e inflação reprimida: o problema da dívida externa revisitado". *Revista de Economia Política,* 12 (3), setembro.

_____& _____(1990). "Negligencia fiscal, inversion reprimida y deuda externa: una revision critica del caso brasileño". Mimeo.

C. Goodhart (1993). "Regime of fiduciary money with an independent central bank". Rio de Janeiro, mimeo.

_____ (1989) "The conduct of monetary policy". *The Economic Journal,* 99 (396), junho.

E. Guardia (1992). "Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente, 1895-1991". Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Campinas, novembro.

R. E. Hall (1982). "Explorations in the gold standard and related policies for stabilizing the dollar" em R. E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects Chicago:* NBER-Chicago University Press.

K. Hardash (1976). *The political economy of Germany in the XXth. century.* Berkeley: University of California Press.

M. A. Heilperin (1931). *Le Problème Monétaire d'Aprés Guerre et sa Solution en Pologne, en Austriche et enTchécoslovaquie.* Paris: Remeil Siney.

J. R. Hicks (1974). *The Crisis in Keynesian Economics.* Oxford: Clarendon Press.

_____(1969). *Uma teoria de história econômica.* Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1972.

_____ (1967). *Critical Essays in Monetary Theory. Oxford*: Clarendon Press.

C. L. Holtfrerich (1986). *The German Inflation 1914-1923: causes and effects in international perspective.* Nova York: Walter de Gruyter.

_____(1985). "Germany and other European countries in the 1920s", em J. Williamson (ed.), *Inflation and Indexation: Argentina, Brasil and Israel.* Washington: Institute of International Economics.

International Labor Office (1925). *Workers' Standard of Living in Countries with Depreciated Currency.* Genebra: International Labor Office.

_____(1921) *The Growth of Trade Unionism During Ten Years, 1910-1919.* Genebra: International Labor Office.

International Monetary Fund - *International Financial Statistics (IFS):* vários números.

J. M. Keynes (1923). "A tract on monetary reform" em *The Collected Writings of John Maynard Keynes.* Volume IV. Londres: Macmillan & St. Martin's Press for The Royal Economic Society, 1971.

_____ (1922). *A Revision of the Treaty.* Londres: Macmillan-St. Martin's Press, 1971.

T. Khun (1970). *The Structure of Scientific Revolutions.* Chicago: University of Chicago Press, 2ª ed.

C. P. Kindleberger (1978). *Manias, panics and crashes.* Nova York: Basic Books Inc.

_____ (1985). "A structural view of the German inflation" em *Keynesianism vs. monetarism and other essays in financial history.* Londres: George Allen & Unwin.

P. R. Krugman (1987). "The narrow moving band, the Dutch Disease, and the competitive consequences of Mrs. Thatcher: notes on trade in the presence of dynamic scale economies". *Journal of Development Economics*, 27.

S. Lach & D. Tsiddon (1992). "The behavior of prices and inflation: an empirical analysis of disaggregated price data". *Journal of Political Economy*, 100.

E. Landau & S. Peixoto (1992). "Inflação e dispersão de preços relativos". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 22 (1), abril.

Z. Landau & J. Tomaszewski (1985). *The Polish Economy in the Twenty Century.* Londres: Croom Helm.

_____ & _____ (1984). "Poland between inflation and stabilization, 1924-1927" em G. Feldman et al. (ed.). *The Experience of Inflation, International and Comparative Studies.* Berlim: Walter de Gruyter.

A. Lara Rezende (1992). "O Conselho da Moeda: um orgão emissor independente". *Revista de Economia Política*, 12(4), dezembro.

_____ (1991) "O processo hiperinflacionário e as reformas modernizadoras" em H. Jaguaribe (ed.), *Economia e política da crise brasileira: a perspectiva social democrata* Rio de Janeiro: Editora Rio Fundo.

_____ & P. Arida (1985) "Inertial inflation and monetary reform in Brazil" .Departamento de Economia PUC-RJ. Texto para Discussão n. 85, março.

L. G. P. B. Leães (1993). "A validade da cláusula de correção cambial nas obrigações pecuniárias internas". *Revista dos Tribunais*, 82 (693), julho.

League of Nations (R. Nurske) (1946). *The Course and Control of Inflation, a Review of the Monetary Experience of Europe After World War I.* Genebra: Liga das Nações.

_____ (1930). *Memorandum on International Trade and Balance of Payments 1926-1928,* vol.2, Balances of Payments, Genebra.

_____ (1928). *Memorandum on International Trade and Balance of Payments 1913-1927,* vol.I, Review of World Trade and Balances of Payments, Genebra.

_____ (1927). *Memorandum on International Trade and Balance of Payments 1912-1926,* vol.I, Review of World Trade and Balances of Payments, Genebra.

_____ (1926a) *Financial Reconstruction of Austria, General Survey and Principal Documents*. Genebra: Liga das Nações.

_____ (1926b). *Financial Reconstruction of Hungary, General Survey and Principal Documents*. Genebra: Liga das Nações.

C. A. Longo (1991). "O processo orçamentário no Brasil". *Revista de Economia Política*, 11(2), abril.

F. L. Lopes (1989). *O Desafio da Hiperinflação: em busca da moeda real*. Rio de Janeiro: Campus.

_____(1986). *O Choque Heterodoxo*. Rio de Janeiro: Campus.

G. J. L. Loyola (1987). "Preços Relativos em um Processo Inflacionário". Tese de Doutorado não publicada, EPGE-FGV, Rio de Janeiro, mimeo.

F. Machlup (1976). "The transfer problem, theme and four variations", em *International Payments, Debt and Gold*. Nova York: New York University Press.

F. A. Mann (1992). *The legal aspect of money*. Oxford: Clarendon Press, 5ª ed.

R. Markwald (1994). "El Plan Real". IPEA, mimeo, Rio de Janeiro.

M. S. B. Marques & A. Mayer (1990). *"A Fuga de Capitais no Brasil"*. Anais do 18º Encontro Nacional da ANPEC, Brasília.

W. Mason (1977), "Winners and loosers: sompardoxes in monetary history resolved and lessons unlearned". *History of Political Economy*, 9(4).

C. C. A. Matos (1994). "Grau de organização da economia e desempenho macroeocnômico". *Revista de Economia Política*, 15 (3), setembro.

J. McCallum (1983). "Inflation and Social Consensus in the Seventies". *The Economic Journal*, 93, dezembro.

J. McMillan (1979). "The Free Rider Problem: a survey". *Economic Record*, 55.

R. D. Mallon e J. V. Sourrouille (1975). *Economic Policymaking in a Conflict Society: The Argentine Cases*. Cambridge: Harvard University Press.

A. Mendes & E. B. Nascimento (1991). "Estudo de direito monetário: a moeda e suas funções; obrigações monetárias; estipulação e indexação de obrigações monetárias". *Revista de Direito Mercantil*, nova série XXX (84), dezembro.

G. Merkin (1982). "Towards a theory of the German inflation: some preliminary observations" em G. D. Feldman et al. (eds.). *The German Inflation Reconsidered, a Preliminary Balance.* Berlim: Walter de Gruyter.

B. R. Mitchell (1978). *European Historical Statistics 1750-1970.* Nova York. Columbia University Press, Abridged Edition.

F. Mlynarski (1926). *The International Significance of the Depreciation of the Zloty in 1925.* Varsóvia: The Polish Economist.

J. A. Morales (1988). "La Inflación y la Stabilización en Bolivia". em M. Bruno et alii (eds.), *Inflación y Estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México.* México: Fondo de Cultura.

_____ (1986). "Creación de Dinero y Demanda por Dinero durante la Alta Inflación Boliviana de 1982-85". Documento de Trabajo nº 7. Instituto de Investigaciones Socio Economicas, Universidad Catolica Boliviana. (a)

_____(1986). "Estabilización y Nueva Politica Económica en Bolivia". Documento de Trabajo nº 9. Instituto de Investigaciones Socio Economicas, Universidad Catolica Boliviana. (b)

_____ & J. Sachs (1987). "La Crisis Económica en Bolivia". Mimeo, Cambridge.

A. Moura da Silva & D. Kadota (1982). "Inflação e Preços Relativos: o caso brasileiro". *Estudos Econômicos*, 12.

R. A. Musgrave (1959). *The Theory of Public Finance.* Nova York: McGraw Hill.

K. G. Nishimura (1988). "A Note on Price Rigidity". *Journal of Economic Behavior and Organization*, 10.

R. Nötel (1984). "Money, Banking and Industry in Interwar Austria and Hungary". *Journal of European Economic History*, 13(2), edição especial, outono.

A. M. Okun (1975). "Inflation: its mecanisms and welfare costs". Brookings Papers on Economic, Activity 2.

_____(1981). *Prices and Quantities: a macroeconomic analysis.* Washington: The Brookings Institution.

J. H. G. Oliveira (1967). "Money, prices and fiscal lags: a note on the dynamics of inflation". *Banca Nazionale del Lavoro. Quarterly Review*, nº 82, setembro.

F. A. Oliveira (1989). "Política Fiscal e Política Monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa". Centro de Estudos de Conjuntura, Instituto de Economia, Universidade de Campinas. Texto para Discussão nº 12.

M. Olson (1982). *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities.* New Haven: Yale University Press.

_____(1965). *The Logic of Collective Action, Public Goods and the Theory of Groups.* Cambridge: Harvard University Press.

C. Oman & G. Wignaraja (1991). *The postwar evolution of development thinking.* Paris: OECD Desvlopment Centre.

A. E. Ortega (1989). *O Plano de Estabilização Heterodoxo: a experiência comparada de Argentina, Brasil e Peru.* Rio de Janeiro: BNDES.

C. Parcias Jr. (1989). "A Organização dos Mercados, as Instituições e o Processo Inflacionário". Tese de Mestrado não publicada. Departamento de Economia, PUC-RJ, Rio de Janeiro.

A. C. Pastore (1993). "Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriagem e inflação: uma análise do caso brasileiro". São Paulo, mimeo.

L. Pasvolski (1928). *Economic Nationalism in the Danubean States.* Nova York: MacMillan & Co.

E. S. Phelps (1979). "Obstacles to Curtailing Inflation" em J. H. Gapinski and C. H. Rockwood (eds.), *Essays in Post Keynesian Inflation.* Cambridge: Ballinger.

_____& S. Winter (1970) "Optimal price policy under atomistic competition" em E. S. Phelps (ed.), *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory.* Nova York: Norton.

E. J. Reis (1989). "A Superação da Crise Atual: ajuste fiscal e renegociação externa" em *Perspectivas da Economia Brasileira* - 1989, Rio de Janeiro: INPES.

Republic of Germany (1924). *Germany's Economy, Currency and Finance.* Berlim: Kriegslastenkommission.

Republic of Poland (1931). *Annual Statistics of the Ministry of Finance, 1924-1927.* Varsóvia: Ministry of Finance.

_____ (1926). *Annual Statistics of the Ministry of Finance, 1924.* Varsóvia: Ministério de Finanças.

J. M. Robert (1926). *Dépréciation de la Monnaie et Équilibre Budgétaire: Étude sur les Finances Allemandes,* 1922-1923. Paris: Les Presses Universitaires de France.

P. Robin (1932). *La Reforme Monétaire en Pologne.* Paris: Marcel Giard.

O. Rodriguez (1981). *A teoria do desenvolvimento da CEPAL.* Rio de Janeiro: Forense.

A. Romanis (1967). "Cost Inflation and Incomes Policy in Industrial Countries". *IMF Staff Papers,* 14 (1), março.

A. Romanis-Braun (1975). "The Role of Incomes Policies in Industrial Countries Since the Second World War". *IMF Staff Papers,* 22 (1), março.

E. Rose (1924). *The Progress of Financial Reconstruction in Poland.* Varsóvia: Guicodial Publications.

B. Rowthorn & A. Glyn (1986). "The Diversity of Unemployment Experience Since 1973". Helsinki: Wider, mimeo.

J. Sachs (1989). "Social conflict and populist policies in Latin America". NBER Working Paper, n. 2.987.

S. C. Salop & J. E. Stiglitz (1977). "Bargains and Ripoffs: a model of monopolistically competitive price dispersion". *Review of Economic Studies,* 44.

P. A. Samuelson (1954). "The Pure Theory of Public Expenditure". *Review of Economics and Statistics,* 36.

T. Sargent (1985). "Reaganomics and Credibility" em A. Ando et al. (eds.). *Monetary Policy in our Times.* Cambridge: MIT Press.

_____(1982). "The end of four big inflations" em R. E. Hall (ed.). *Inflation: Causes and Effects.* Chicago: NBER-Chicago University Press.

_____ & N. Wallace (1981). "Some unpleasant monetarist arithmetic". Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review,* 5(3).

S. Schadler, M. Carkovic, A. Bennet e R. Kahn (1993). "Recent experiences with surges in capital inflows". IMF Occasional Paper n. 108, dezembro.

J. A. Schumpeter (1947). "A resposta criadora na história econômica" em F. Lucas (ed.), *Economia e ciências sociais.* Rio de Janeiro: Zahar, 1969.

J. Serra (1993). "As vicissitudes do orçamento". *Revista de Economia Política,* 13(4), dezembro.

_____(1990). "O Plano e o Déficit". Brasília, mimeo.

_____(1989). "A Crise Fiscal e as Diretrizes Orçamentárias". Brasília, mimeo.

P. N. Snowden (1993). "Formulating a policy response: comment on Calvo, Leiderman, and Reinhart". *IMF Staff Papers,* 40 (4), dezembro.

P. Siklos (1994). "Varieties of monetary reform". Research Department IMF, Working Paper nº 57/94.

M. H. Simonsen (1989). "Macroeconomia e Teoria dos Jogos". *Revista Brasileira de Economia,* 43 (3).

_____(1988) "Estabilización de precios y políticas de ingressos: teoria y estudio de caso del Brasil " em M. Bruno et alii (eds.), *Inflación y Estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México.* México: Fondo de Cultura.

_____(1986). "Rational Expectations, Incomes Policies and Game Theory". *Revista de Econometria,* 6(2).

_____(1985). "A Inflação Brasileira, Lições e Perspectivas". *Revista de Economia Política,* 5, dezembro.

_____& R. Dornbush (1987). "Estabilização da inflação com o apoio de políticas de rendas: um exame da experiência na Argentina, Brasil e Israel". *Revista Brasileira de Economia*, 41(1), março.

_____& A. Jefferson (1994). "O expurgo do resíduo inflacionário". 1994. mimeo.

D. Soskice (1990). "Wage determination: the changing role of institutions in advanced countries". *Oxford Review of Economic Policy*, 6(4), inverno.

W. P. A. Souza (1983). "A correção monetária e o contrato" em G. Ulhoa Canto & I. G. S. Martins (eds.). A *correção monetária no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva.

Statistisches Reichsamt (1923). *Germany's Economy and Financial Situation: an exhibit of After -Effects of the World War*. Berlim.

G. Stigler (1961). "The Economics of Information". *Journal of Political Economy*, 69(3).

E. Strasburger (1924). "A propos du programme de la conférence des anciens ministres du trésor en vue d'assainir les finances polonaises". *L'Est Européen*, 4 (2), fevereiro.

L. C. Sturzenegger (1994). "A propósito da polêmica em torno do Artigo 38 da Lei no. 8.880/94". Brasília, Banco Central do Brasil, mimeo.

V. Tanzi (1989). "Fiscal policy and economic restructuing in Latin America". Mimeo.

_____ (1978). "Inflation, real tax tevenue, and the case for inflationary finance: theory with an application to Argentina". IMF Staff Papers, 25 (3), setembro.

_____ et al. (1987) "Inflation and the measurement of fiscal deficits". IMF Staff Papers, 34 (4), dezembro.

E. Tarantelli (1983). "The Regulation of Inflation in Western Economies and the Degree of Neocorporatism". *Economia*, maio.

The Economist, diversos números.

The World Bank (1994). "Brazil: an agenda for stabilization". Report no. 13168-BR, Washington.

_____ *World Development Report,* vários números.

J. W. F. Thelwell (1925). *Report on the Economic and Financial Conditions of Germany.* Reino Unido: Department of Overseas Trade.

_____(1924). *Report on the Economic and Financial Conditions of Germany, revised up to April 1924.* Reino Unido: Department of Overseas Trade.

J. Tinbergen (ed.) (1934). *International Abstract of Economic Statistics 1921-39,* Londres:International Conference of Economic Services.

J. Tobin (1981). "Diagnosing Inflation: a taxonomy" em M. J. Flanders & A. Razin (eds.). *Development in an Inflationary World.* Nova York: Academic Press.

M. Tuillo (1989). "Deficit Fiscal, Inflación, Crescimento y Politica de Gasto Público en el Peru, 1968-88". Universidade Catolica. Documento de Trabajo nº 86, junho.

G. Ulhoa Canto (1983). "A correção monetária e o poder liberatório do cruzeiro", em G. Ulhoa Canto & I. G. S. Martins (eds.). *A correção monetária no direito brasileiro.* São Paulo: Saraiva.

J. V. Van Sickle (1931). *Direct Taxation in Austria.* Cambridge: Harvard University Press.

S. Van Wijnbergen (1984). "The Dutch Disease: a disease after all ?" *The Economic Journal,* 94 (373), março.

A. Wald (1983). "A evolução da correção monetária na 'era da incerteza'" em G. Ulhoa Canto & I. G. S. Martins (eds.): *A correção monetária no direito brasileiro.* São Paulo: Saraiva.

M. Wallace (1983-84). "Economic Stabilization as a Public Good: What Does it Mean". *Journal of Post Keynesian Economics,* 6, Inverno.

J. Van Walré de Bordes (1924). *The Austrian Crown.* Londres: P. S. King.

M. L. Watcher & O. E. Williamson (1978). "Obligational Markets and the Mechanics of Inflation". *Bell Journal of Economics,* 9.

Y. Weiss (1993). "Inflation and price adjustment: a survey of findings of micro-data" em E. Sheshinski & Y. Weiss

(eds.). *Optimal pricing, inflation and the cost of price adjustment.* Cambridge: MIT Press.

L. H. White (1989). *Competition and Currency: essays on free banking and money.* Nova York: New York University Press.

E. Wicker (1986). "Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy". *American Economic Review*, 76 (3), junho.

O. E. Williamson (1975). *Markets and Hierarquies: analysis and anti-trust implications.* The Free Press.

J. Williamson (1988). *Capital Flight: the problem and policy responses.* Washington: Institute of International Economics

J. W. Wilkie (ed.)(1983). *Statistical Abstract of Latin America,* 22, Los Angeles.

P. C. Witt (1983). "Tax policies, tax assessment and inflation: towards a sociology of public finance in the German inflation 1914-1923" em N. Schmukler & E. Marcus (eds.). *Inflation through the ages: economic, social, psycological and historical aspects.* Nova York: Columbia University Press.

A. Xavier (1980). "Validade das cláusulas em moeda estrangeira nos contratos internos e internacionais" em A. Xavier & I.G. S. Martins (coord.): *Estudos Jurídicos sobre o investimentos internacional.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.

E. H. Young (1924). *Report on the Financial Conditions of Poland. Londres:* Waterlow & Sons.

J. P. Young (1925). *European Currency and Finance.* Washington: Commission of Gold and Silver, United States Senate.

F. Zapata (1970). *International Handbook of Industrial Relations.* México.

G. Zdziechowski (1925). *The Finances of Poland, 1924-1925,* Varsóvia.

F. Zweig (1944). *Poland Between the Wars.:* Secker & Warburg.

Atendemos também pelo reembolso postal
LIVRARIA FRANCISCO ALVES EDITORA S.A.
Rua Uruguaiana, 94 – 13º Andar – Centro
200050-091 – Rio de Janeiro – RJ

estantevirtual – Bela Cintra – São Paulo - SP
(www.estantevirtual.com.br)/ Nº Pedido **16392092.**
O Plano Real e outros ensaios...
Gustavo H.B. Franco. Data compra 16/12/2014.
Francisco Alves Ed. – **R$ 30,00 – US$ 12,99.**

Impresso na
GRAPHOS
Rio (021) 223-1272
com filmes fornecidos.

Esses são os temas abordados por Gustavo Franco, um professor de credenciais acadêmicas impecáveis — Ph.D. em Harvard, especialista internacionalmente reconhecido e com dezenas de artigos publicados sobre hiperinflação e programas de estabilização — que teve participação central na concepção e implementação do Plano Real. Seu livro procura justamente referir os aspectos inovadores do Plano Real ao saber econômico e jurídico que se acumulou sobre programas de estabilização aqui e no exterior. Trata-se de uma obra indispensável para todos os interessados na mecânica do Plano Real, nas origens e conseqüências da hiperinflação brasileira e, especialmente, na profunda transformação por que vem passando o Brasil.

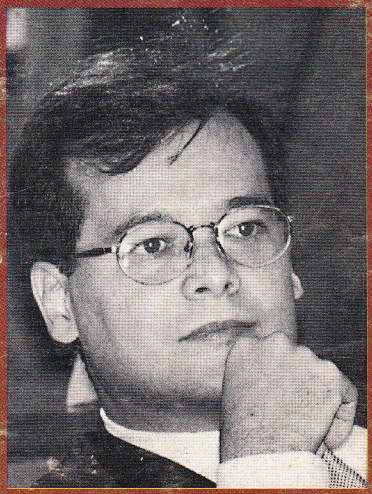


Foto: Gustavo Miranda -Ag. *O Globo*

Gustavo H. B. Franco

Nascido no Rio de Janeiro em 1956, formou-se bacharel em economia em 1979 na PUC-RJ e obteve o Ph.D. em economia em Harvard em 1986. Voltando ao Brasil, trabalhou como professor e pesquisador na PUC-RJ, de onde saiu em maio de 1993, chamado pelo recém- nomeado Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso para ocupar o cargo de Secretário-Adjunto de Política Econômica. Em outubro de 1994 assumiu a diretoria de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil, cargo que ainda ocupa no governo Fernando Henrique Cardoso.

Gustavo Franco escreve regularmente em jornais de grande circulação e tem inúmeros artigos publicados em revistas acadêmicas nacionais e estrangeiras. *O Plano Real e outros ensaios* é seu sexto livro.

Francisco Alves